

A tőkepiac támogatottsága

„Nincs pénzem a bankban, a bluesé vagyok rég”

Deák Bill Gyula, 1980



Kochmeister díj versenydolgozat

Készítették: Marczis Dávid & Victor Tamás Máté

Budapest, 2005. május

Tartalomjegyzék

Bevezető	1
Lakosság szerepe a tőkepiacon	4
Egészségtelen magyar megtakarítási szerkezet	5
A lakosság reakciói a makrogazdasági változásokra	7
Mire spórol a magyar?	9
Egyre kevesebb értékpapír a háztartásoknál	10
Alacsony befektetői kultúra: következtetések	12
Intézményi befektetők szerepe	14
Nyugdíjpénztárak szerepe a tőkepiacok dinamizálásában	14
Nyugdíjpénztárak szabályozása	18
Magyar nyugdíjpénztárak helyzete	19
A hazai részvényalapok	23
A hazai részvényalapok teljesítménye	24
Részvényalapok kezelt vagyon szerinti rangsora	28
Konklúzió	29
Vállalati oldal bemutatása	30
A vállalatok tőkeigénye. Miért nem minden út a tőzsdére vezet?	30
A Lengyel sztori	32
BÉT szerepe a magyar tőkepiacon	34
Az állam, aki szabályokkal támogat	40
Végső konklúzió	41
Irodalomjegyzék	42
MELLÉKLET	44

Bevezető

Egy ország gazdaságának legmeghatározóbb területe a tőkepiac. Ha a tőkepiac nem működik megfelelően a befektetések nem tudnak megvalósulni, a gazdaság folyamatos hanyatlásba kezd és a lakosság nem takarít meg, mert pénze folyamatosan veszít értékéből. A tőkepiac egy ország gazdaságának szíve. Ezért tartottuk olyan fontosnak, hogy megvizsgáljuk a magyar piaci szereplők milyen módon kapcsolódnak ehhez az összetett rendszerhez, illetve hogyan tudják támogatni a hazai tőkepiac hatékonyabb működését.

A tőke áramlásának javítása minden piaci szereplőnek és nekünk egyszerű állampolgároknak is közös érdekünk. Ahhoz, hogy ki tudjunk jelölni ígéretes útvonalakat a jövőbeli fejlődéshez, először meg kell ismernünk a szereplők viszonyát a piachoz, és lehetőleg felfedezni az esetleges hibákat, amelyeket elkövetnek. Ezt a kutatási folyamatot követtük mi is a dolgozat készítésekor.

Először is mindenképpen meg kellett vizsgálnunk a magyar lakosság megtakarítási szerkezetét. Ezt több oldalról is át kell látnunk. Először is tudnunk kell magát az indokot, hogy milyen célokra takarítanak meg a magyar polgárok, másrészt előnyös lenne átlátni, hogy a lakosság különböző csoportjai *(például a különböző képzettségűek vagy lakóhelyűek)* mennyiben követnek más befektetési technikákat. Ezekre a kérdésekre keressük a választ az első fejezetben. Itt vizsgáljuk meg továbbá a nyugatitól erősen eltérő befektetői kultúrát, és ennek következményeit a hazai tőkepiacra.

A lakosság szerepe, helyzete és eszközei után természetesen az intézményi befektetők megismerésének kell következnie. Itt a teljes tőkepiac szempontjából a nyugdíjpénztárak, míg a Budapesti Értéktőzsde szempontjából a befektetési alapok a legjelentősebbek és legérdekesebbek. A nyugdíjpénztárak rendszerének megismerése, befektetési politikájuk vizsgálata és a nemzetközi szabályozás áttekintése során tudjuk teljes mértékben megismerni a tőkepiac e területét. Ezen belül különösképpen igyekeztünk felfedni a pénztárak befektetési szokásainak hibáit, és megtalálni az esetleges megoldásokat. A befektetési alapok közül a tőzsde szempontjából a részvényalapok a legfontosabbak, így mi is ezeket vizsgáltuk. Az alapok befektetési szokásai és különféle rangsorai után a legfontosabb kérdés, melyre a választ kerestük az volt, hogy a befektetők döntését mennyiben befolyásolja az alapok teljesítménye, hiszen ez ösztönzőleg hatva az alapkezelőkre támogatja a tőkepiac hatékonyabb működését.

A tőkepiac átfogó elemzésekor a befektetői oldal mellett nem tekinthetünk el a vállalati oldal vizsgálatától, hiszen itt merül fel a tőke igénye. Először épp ennek a tőkeigénynek és az igény kielégítésének a jellemző magyar szokásait ismertük meg, majd a külföldi tőzsdéken történő részvénykibocsátás egyre terjedő trendjét igyekeztünk megmagyarázni.

A két nagy oldal feltérképezése után nem marad más hátra, mint a közvetítő, a Budapesti Értéktőzsde szerepének és eszközeinek ismertetése. A BÉT a piac egyik legaktívabb résztvevője a tőkepiac serkentésébe fektetett munka terén, és itt van a legszélesebb palettája az ösztönző eszközöknek. Olyan próbálkozásokkal kellett foglalkoznunk, mint az „Öngondoskodás a pénzügyi és befektetési kultúráért” Alapítvány a befektetői oldal ösztönzésére, a Tőzsdékes Cégek Klubja a vállalatok tőzsdére csábítására, és a kereskedési- és részvény-bevezetési díjak csökkentése, amely mindkét oldalt érinti. Végül megpróbáltuk több szempontból is nemzetközi összehasonlításba helyezni a magyar tőzsdét.

A tőkepiac egyetlen kimaradt szereplője az állam, amely szabályozásai és adói által képes támogatni a tőkepiac minél hatékonyabb működését. Ezért a dolgozat végén röviden erre is kitérünk.

Kutatásaink során végig fontos támpont volt, hogy a hazai piaci helyzetet egy külföldihez hasonlítva értékeljük. A legalkalmasabbnak a Varsói Értéktőzsdét (WSE) találtuk, hiszen a térségben ez a BÉT legnagyobb vetélytársa, amely egyben sok szempontból hasonló fejlettségi szinten is áll. Ezért igyekeztünk a lehető legtöbb helyen a varsói piacot is górcső alá venni.

Dolgoztunk célja, hogy feltárjuk a tőkepiac legalapvetőbb problémáit, és megtaláljuk azon lehetőségeket, amelyek javíthatják a magyar tőkeáramlást. Egy olyan pozitív jövőképet igyekszünk elérni, amely a gazdaság és a lakosság jólétének fellendüléséhez vezet.

Tisztában vagyunk vele, hogy az általunk vizsgált terület rendkívül szerteágazó, de elsődleges célunk egy átfogó kép nyújtása, ezért kutatásaink során főként az öt tőkepiaci szereplő, az állam, a lakosság, az intézményi befektetők, a vállalatok és a közvetítő tőzsde szerepével foglalkozunk általánosságban.

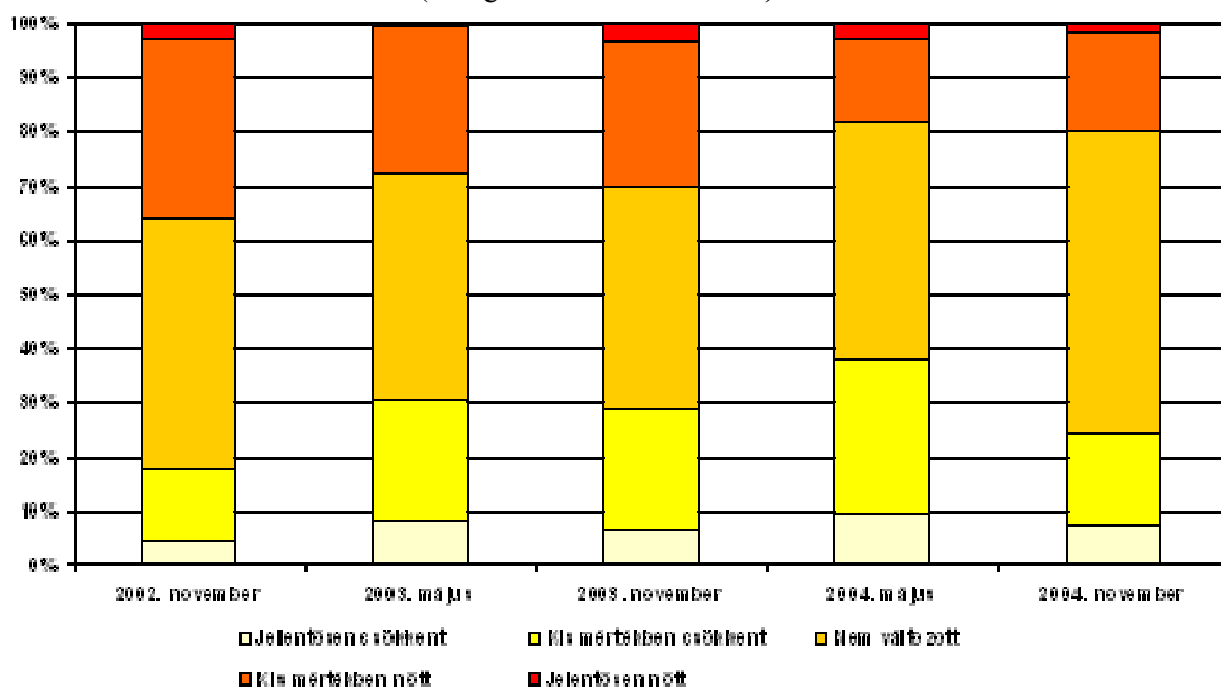
Lakosság szerepe a tőkepiacon

Egészségtelen magyar megtakarítási szerkezet

A háztartások fogyasztására és megtakarítására vonatkozó mechanizmusok ismerete döntő fontosságú minden gazdaságpolitikai döntéshozó számára. A kilencvenes évek második felétől jelentős változások figyelhetők meg a magyar háztartások fogyasztási-megtakarítási viselkedésében. E változások ismerete szükséges annak előrejelzéséhez, hogy a jövedelmek emelkedése mennyiben fog többletfogyasztásként megjelenni a piacon, illetve ez a többletfogyasztás milyen jószágcsoportokra irányul.¹

A magyar lakosság megtakarítási és befektetési szokásairól készült legutóbbi felmérések arra az egyéni, mind nemzetgazdasági szempontból szomorú tényre hívja fel a figyelmet, hogy a háztartások 56%-a egyáltalán nem fektet be semmilyen formában! A magyarok további 15%-a rendelkezik ugyan megtakarításokkal, de érthetetlen módon mégsem fekteti be pénzét semmibe. 12% pedig ad hoc módon választja ki a befektetési formát. A tudatos befektetők száma sajnos nagyon csekély, mindössze 17%.

*A háztartások megtakarításainak alakulása²
(a megtakarítók százalékában)*



¹Tóth István János – Árvai Zsófia: Likviditási korlát és fogyasztói türelmetlenség, 2001/2

² Grafikon forrása: <http://www.gki.hu/>

A fejlettebb tőkepiaccal, magasabb szintű befektetési és pénzügyi kultúrával rendelkező nyugati országok és a magyar megtakarítások szerkezete közti egyik fő különbség a befektetés időtartama. A magyarok többsége nem tervez előre, s a legkönnyebben elérhető, likvid bankbetéteket választják, annak ellenére, hogy így jóval kevesebb kamatjövedelmet érhetnek el.

A bankbetétek megoszlása a megtakarítók között 75%, míg a befektetett tőke mennyiségét tekintve csak 40%. Ebből az a konklúzió vonható le, hogy banki lekötésben a lakosság széles tömegének viszonylag kevés pénze fekszik. A lekötés általában kis összegű, vagy átmeneti megtakarításnál figyelhető meg. Érdekes módon a legtöbben lekötés nélkül, folyószámlán hagyják pénzüket. Jelenleg körülbelül 1000 milliárd forint van olyan lakossági folyószámlákon, melyek kamata az éves 1, 5%-ot sem éri el. Jelenleg kb. 10 000 milliárd forintot meghaladó összeg („pénzügyi megtakarítás”) pihen készpénzben, bankbetétben, állampapírban, vagy intézményesült portfólió formában a fenti eszközök valamelyikében.

*Pénzügyi megtakarítás és beruházás: eltérő irányú mozgások?*³

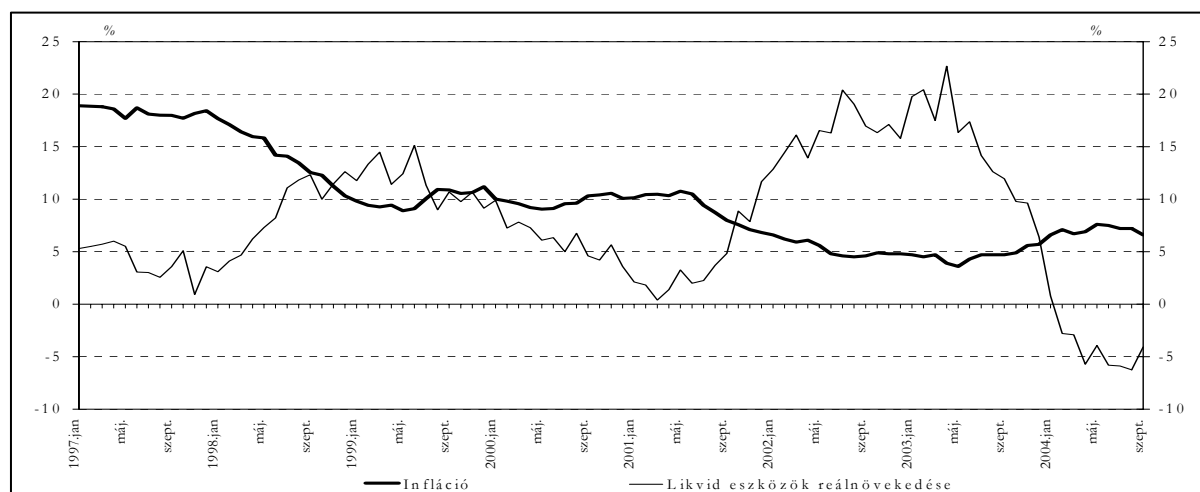
	1995	1998	2001	2002	2003	2004. jún	
	százalék						MillFt
Likvideszközök	19	17	16	17	17	16	2290
Banki betétek	40	33	27	25	26	26	3814
Állampapír és MNB-kötvény	6	9	8	8	7	8	1163
Befektetési jegy	2	4	5	6	5	4	586
Részvény, üzletresz	28	30	31	31	30	31	4513
Megaműködő pénztár és biztosítás	3	6	11	12	13	14	2046
Egyéb	2	2	2	2	1	2	283

³ Táblázat forrása: <http://www.mnb.hu/>

A lakosság reakciói a makrogazdasági változásokra

Amint az a megtakarítási szerkezetből kiderül, a likvid eszközök (készpénz és a látraszóló betét) a lakossági fogyasztás eszközei. A lakosság igen érzékeny a makrogazdasági változásokra, többek között az infláció ingadozására. Az infláció erőteljes növekedése esetén a likvid eszközök állománya érhető módon csökken. Mivel az infláció csökkenése várható az elkövetkezendő néhány évbe, ezért a likvid eszközök állományában növekedés prognosztizálható, habár egyesek szerint a fogyasztás növekedési ütemének visszaesése és a készpénz-helyettesítők visszafoghatják, lassíthatják a bővülést.

A készpénz és a látraszóló betét állománya érzékenyen reagál az inflációra⁴



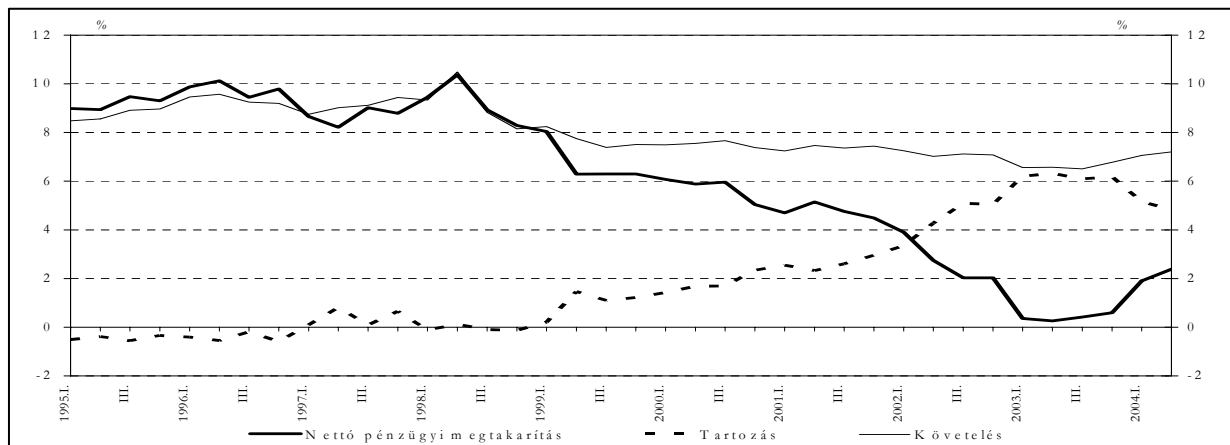
Magyarországon jelenleg a belső fogyasztás dominál. A lakosság kb. 75%-a semmilyen megtakarítással nem rendelkezik. Így jócskán lemaradunk az EU15-től, ahol ugyanez az arány 21%. Ahogy azt a fenti táblázatból láthatjuk, a magyar megtakarítások nagymértékben csökkentek az elmúlt években. Jelenleg a lakosság 25%-a tartja magát rendszeres megtakarítónak, míg 2003-ban ez az arány még elérte a 32%-ot.⁵ Mivel a megtakarítások mértéke és a jövedelem között pozitív összefüggés van, ezért a csökkenés nagymértékben visszavezethető a reálbérek növekedési ütemének lelassulására, valamint a „hitelfelvételi láz” beindulására.

⁴ Grafikon forrása: <http://www.mnb.hu/>

⁵ Adatok forrása: <http://www.portfolio.hu/>

A családok által felvett hitelek állománya 1998-tól enyhén, majd 2000-től gyorsan, de főleg a lakástámogatási rendszer 2002. márciusi kiszélesítését követően erőteljesen nőtt. A Magyar Nemzeti Bank jelentése szerint az elmúlt három esztendőben mintegy megháromszorozódott a háztartások hitelállományának a teljes pénzügyi eszközállományhoz viszonyított aránya, és a rendelkezésre álló jövedelmen belül megduplázódott a családi kamatfizetési teher, 1,5 százalékról 3 százalékra.

Elsősorban az eladósodás üteme határozza meg a lakosság megtakarítási helyzetét⁶



A forinthitelek mellett az utóbbi néhány évben jelentősen megemelkedett a devizahitelek aránya. A lakosság elsősorban euróban és svájci frankban adósodik el főként az alacsony kamatok miatt, de emiatt erősen ki vannak téve az állami kamattámogatási politika esetleges változásainak, valamint egy koránt sem elhanyagolható árfolyamkockázatnak.

Növekvő lakossági devizaforrás-bevonás



⁶ Grafikonok forrása: <http://www.mnb.hu/>

Mire spórol a magyar?

Az elmúlt években készült számos gazdaság-szociológiai felmérés arra világít rá, hogy a megtakarító háztartások több mint 40%-a tartozik a legfelső jövedelmi ötödbe. A legalsó jövedelmi ötöd 93%-a pedig általában semmit sem tud félretenni. Egy átlagos megtakarító a felmérések szerint körülbelül havi 23 ezer forintot tesz félre. Érdekes megfigyelni, hogy a megtakarító lakosság jelentős része váratlan kiadásokra teszi biztonságos helyre tartalék pénzét, noha ez az arány az elmúlt három évben a felére csökkent. Továbbá növekedett a gyermekek jövője számára történő megtakarítások aránya, s továbbra is magas arányt képviselnek az ingatlanvásárlást megcélzó megtakarítások. Mindebből a lakosság jövőt illető bizonytalanságára lehet következtetni.

A legfontosabb megtakarítási célok megoszlása, a válaszadók százalékában:

<i>Megtakarítási cél</i>	<i>2000 2. negyedév</i>	<i>2003 2. negyedév</i>
<i>1. Váratlan kiadások</i>	<i>30</i>	<i>18</i>
<i>2. A gyermekek jövője</i>	<i>10</i>	<i>17</i>
<i>3. Lakás- vagy ingatlanvásárlás</i>	<i>14</i>	<i>12</i>
<i>4. Nincs konkrét cél</i>	<i>3</i>	<i>11</i>
<i>5. Autó</i>	<i>4</i>	<i>7</i>
<i>6. Utazás, üdülés</i>	<i>6</i>	<i>6</i>
<i>7. Nagyobb értékű műszaki cikk</i>	<i>5</i>	<i>4</i>
<i>8. Ház vagy lakás felújítása</i>	<i>3</i>	<i>4</i>

Forrás: GfK Piackutató Intézet⁷

Megfigyelhető, hogy a megtakarítások jellemzői nemcsak a vagyontól, jövedelemtől, hanem az iskolai végzettségtől is nagymértékben függenek. A felsőfokú végzettséggel rendelkezők magasan felülreprezentáltak a megtakarítók között.

Megtakarítással rendelkezők megoszlása iskolai végzettség szerint, a válaszadók százalékában:

<i>Iskolai végzettség</i>	<i>2000 2. negyedév</i>	<i>2003 2. negyedév</i>
<i>8 általános vagy kevesebb</i>	<i>31</i>	<i>30</i>
<i>Szakkunaképző</i>	<i>47</i>	<i>36</i>
<i>Érettségi</i>	<i>45</i>	<i>45</i>
<i>Főiskola vagy egyetem</i>	<i>67</i>	<i>70</i>
<i>Országos átlag</i>	<i>44</i>	<i>41</i>

⁷ Adatok forrása: <http://origo.matav.hu/>

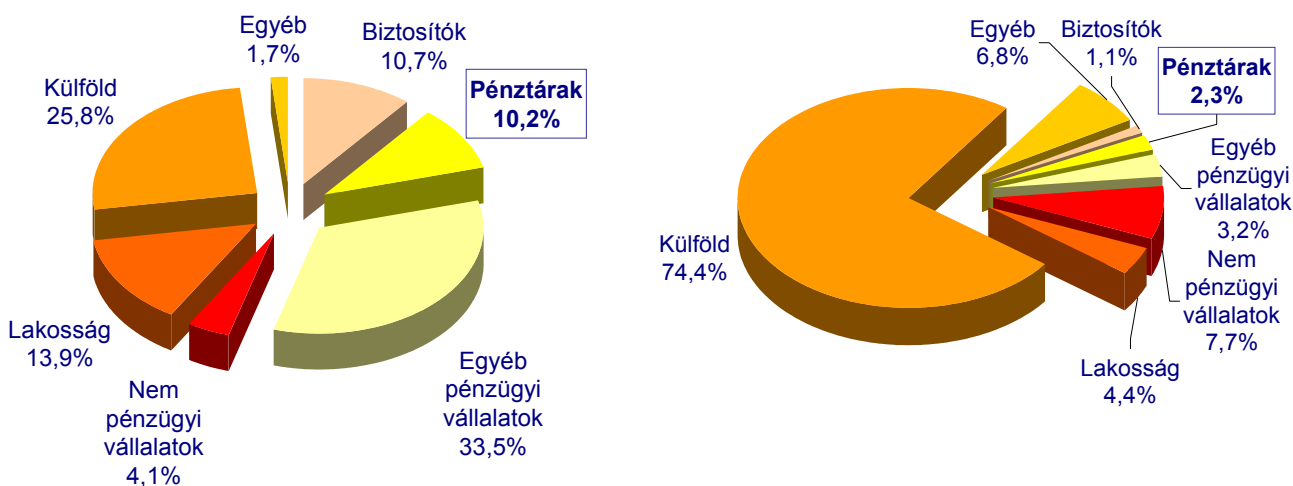
A fent említett faktorokon túl a megtakarítási képesség a földrajzi elhelyezkedéssel is változik. Budapesten az átlagnál 40%-kal, a vidéki városokban 23%-kal nagyobb, míg a falvakban 41%-kal kevesebb az országos átlagnál. Ezek az eltérések persze főként a jövedelmi helyzet eltéréseire vezethetők vissza.

Egyre kevesebb értékpapír a háztartásoknál

A rendszeres megtakarítók alacsony hányada sajnos hozzájárul a magyar tőzsde volatilitásához, hiszen a tőzsdén a külföldi intézményi-szakmai befektetők a meghatározók, akiknek átlagos értékpapír-tartási tartama és a külföldi hírekre való érzékenysége növelően hat a tőzsdei ingadozásokra, s emiatt kiszolgáltatott helyzetbe hozhatják a hazai befektetőket. Minden jelentős tőzsdei cégnek és a potenciális tőzsdeképes vállalatnak tehát érdeke a magyar „nagyközönség” bizalmának megerősítése, a tőzsdei ismeretek széleskörű elterjesztése!

Megfigyelhető, hogy az indokoltnál sokkal kisebb a belföldi befektetők részaránya a tőzsdei részvények birtoklásában. Ennek okai, hogy a részvények minimális hányada, csak körülbelül 4-6 %-a van a hazai lakosság tulajdonában, visszavezethetők a magyar privatizációs gyakorlat, és működőtőke-bevonás sajátosságaira.

A hazai kötvény és részvénytőke befektetőinek szerkezete



A Magyar Nemzeti Bank statisztikái szerint a lakosság pénzügyi vagyonának mintegy kétharmada készpénzben és bankbetétben áll. Az EU15-ben a készpénz és banki betétek aránya a lakosság vagyonán belül kevesebb, mint fele a magyarországi értéknek. Az Egyesült Államokban ugyanez az arány egyharmada a magyarországinak, ezen belül pedig a készpénz aránya 1, 1 százalék (!).

Mindezen túl Nyugat-Európában sokkal magasabb a részvénybe, kötvénybe és befektetési alapba fektetők aránya, illetve a befektetett tőke aránya is. Magyarországon a részvények aránya a befektetések között jelenleg alig éri el a 2%-ot, míg az Unióban ez több mint 15%. Itthon a bankbetéteket, nyugdíjalapokat és az életbiztosításokat kedvelik. Ennek egyik oka a már többször említett létbizonytalanságtól való félelem lehet, hiszen a lakosság jelentős része váratlan kiadásokra tesz félre, amely lehetővé teszi, hogy a szükséges pénz azonnal mozgatható, felhasználható legyen. Ugyanez az arány, azaz az elsősorban váratlan kiadásokra félretevők aránya 2001-ben 36, 2000-ben pedig csak 33 százalék volt. A felnőtt lakosságnak továbbá csak kétharmada rendelkezik valamilyen bankkapcsolattal, míg Csehországban 81, Ausztriában pedig 98 százalékuk vezet egy vagy több pénzügyi intézménynél számlát.

választott megtakarítási formák ⁸	Az adott formát választók aránya
Banki lekötés, éven belüli	50%
Banki lekötés, éven túli	27%
Befektetéshez kötött biztosítás	13%
Kincstárjegy	12%
Egyéb forma	11%
Deviza	9%
Államkötvény	9%
Befektetési jegy	9%

Egy jelenleg is zajló internetes felmérés eredménye is arra enged következtetni, hogy az emberek többnyire kevés információval rendelkeznek a részvények világáról, s a tőzsde számukra valami olyan misztikus, kockázatos dolog, amit általában egy kaszinóhoz hasonlítanak, ugyanis a BUX, s a magyar blue chippek szárnyalása ellenére is tartózkodnak a részvényektől, s megmaradnak a „jól-bevált” bankbetéteknél. Érthetetlen!

Kérdés: Év eleje óta mintegy 15 százalékkal emelkedett a BUX. Ön mit tesz?⁹

Tőzsdézem és maradok.	1033	15.3 %
Beszállok, mert ígéretes	692	10.3 %
Kiszállok, jön a bukás	1804	26.8 %
Maradok a bankbetétnél	3209	47.6 %

Szavazók összesen: 6738

⁸ Táblázat forrása: <http://www.gki.hu/>

⁹ Felmérés forrása: <http://www.hvg.hu/>

Alacsony befektetői kultúra: következtetések

Vajon mi lehet az oka az alacsony színvonalú befektetői kultúrának Magyarországon? Egyesek szerint az elmúlt 10-15 év tapasztalataira épülő szkepticizmus a fő oka, de mi ide sorolnánk a képzés hiányát, s szerintem az sem elhanyagolható, hogy Magyarországon a tőkepiac még „csak” 15 éves, szemben a nyugati országokkal (ld. Anglia), ahol a tőkepiacok már több évtizedes múlttal rendelkeznek. Sajnos a lakosság gondolkodásába nagymértékben beépülhetett a kormányzati és egyéb szinteken megfigyelhető rövidtávra történő tervezés is. Szükség lenne még továbbá a 4 évnél hosszabb időhorizontú politikai „megalkotására”.

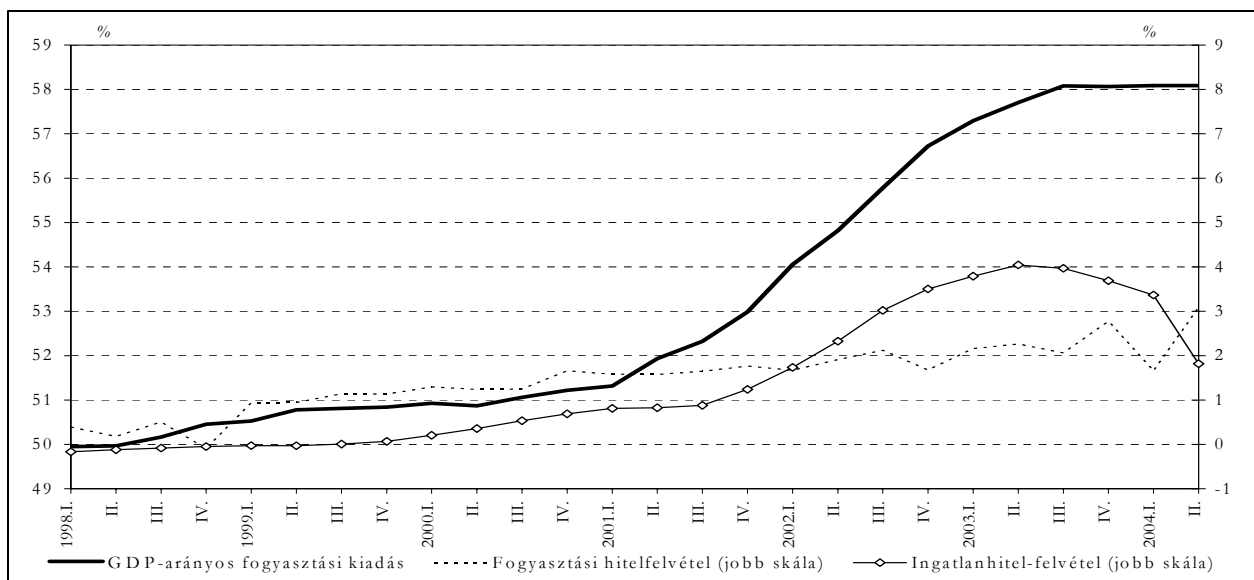
További oknak tekinthetjük a hosszú távú megtakarítások elősegítéséhez adható motivációk hiányát, illetve össze-vissza „rángatását” (nem egyszer visszamenőlegesen, ld. tőkeszámla-adóhitel). A stabilitás – illetve a stabilitásba vetett hit – törékenysége képeződik le a megtakarítási kultúrában és struktúrában, majd ez hat vissza negatívan a stabilitásra.

Sajnos a struktúra torzultabb, mint általában gondoljuk, de a helyzet még rosszabb lenne, ha magasabb megtakarítási ráta mellett lenne a vagyon jellemzően alacsony reálhozamú eszközökben: így talán még jobb is elfogyasztani, mint megtakarítani. Mindezek mellett meg kell említeni az elmúlt évek felhalmozott ingatlan-vagyonát, mint megtakarítási tartalékot. Ez a reálvagyon-akkumuláció sokat segít majd a következő évtizedek során, annak ellenére, hogy nem mutatkozik meg a pénzügyi számlákon.

A befektetési-megtakarítási struktúra mindenképp javítandó, azonban ez nem jelenti azt, hogy a részvénybefektetéseknek abszolút előnyt kellene élvezni. Minden befektetőnek törekednie kellene a hatékony portfólió kialakítására diverzifikáció révén.

A nemzetgazdaság egésze szempontjából bárhogy is nézzük, rendkívül nagy szükség van a lakosság megtakarításaira. A legtöbb gazdaságban a nettó megtakarítások zömét a háztartások adják, főleg olyan országban, ahol tudatos megtakarítói viselkedés jellemzi a családokat. A befektetni kívánó vállalatok honnan tudnának tőkét szerezni, ha nem a lakoságtól!10 Ha a háztartások is külső finanszírozást igényelnek, miközben az államháztartás komoly deficittel küzd, a vállalatok nem jutnak elegendő forráshoz, ami hosszabb távon a beruházási dinamika mérséklődéséhez vezet, s ekkor a külföldi eladósodás növekedése elkerülhetetlen, függetlenül a vállalati szektor jelenlegi gyenge-közepes beruházási tevékenységétől.11

Eladósodás, a gazdaság teljesítményénél gyorsabban növekvő fogyasztás¹²



Magyarországon mindenképp szükség van tehát a megtakarítások ösztönzésére, de ez azonban nehézkes a nyugdíjrendszer és az egészségügyi magánbiztosítás megreformálása nélkül. Szükség van továbbá arra, hogy a befektetési alapok elfoglalhassák méltó helyüket a befektetési lehetőségek palettáján, valamint arra, hogy ha a derivatívok nem is, de a tőzsde és a részvény, mint fogalmak beépüljenek minden ember tudatába. Mindez persze nem jöhet létre az állam aktív szerepvállalása nélkül. Meg kell teremteni a megfelelő jogi környezetet a kedvező befektetési struktúra kialakításához. Aktív beruházás és megtakarítás-ösztönző politikát kell kialakítani, amely kedvez mind a vállalatoknak (pl. állami támogatás tőzsdére vonuláskor) és magánbefektetőknek is.¹³

¹¹ Forrás: <http://fn.net/>

¹² Grafikon forrása: <http://www.mnb.hu/>

¹³ Forrása: <http://origo.matav.hu/>

Intézményi befektetők szerepe

Nyugdíjpénztárak szerepe a tőkepiacok dinamizálásában

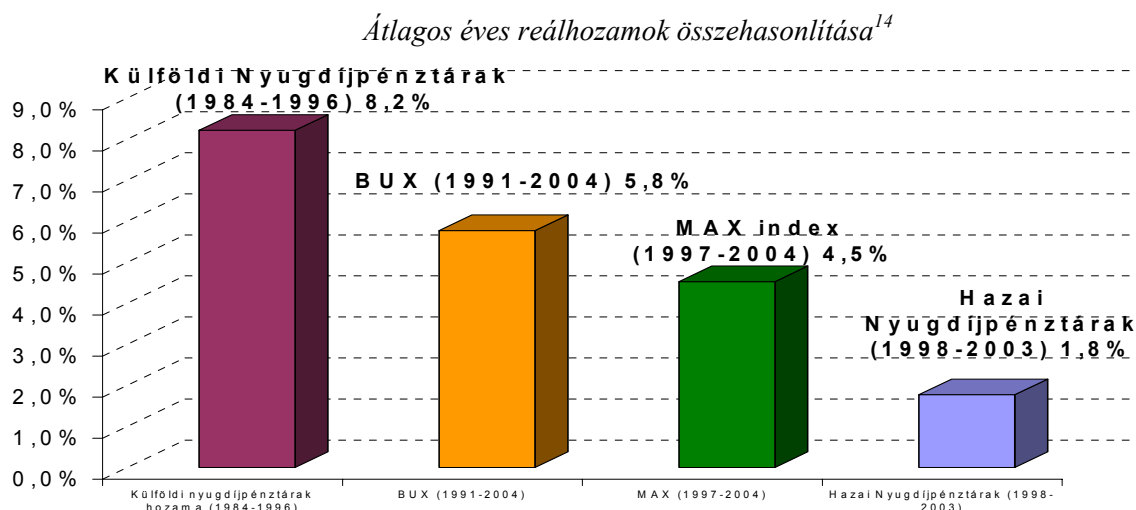
Magyarországon 1998. január 1-jén hatályba lépett nyugdíjtörvény bevezette a hárompilléres rendszert. A korábban kizárólagos felosztó-kirovó (*pay as you go*) rendszer csak a nevében volt biztosítás. A munkavállaló nem magának (*pontosabban saját generációjának, mint kockázatközösségnek*) előtakarékoskodott, hanem épp annyi pénzt fizetett be, amennyi elegendő a jelen nyugdíjasok eltartására, bízva abban, hogy majd a következő generáció is méltányos lesz, és ugyanezt fogja tenni, amikor ő maga válik nyugdíjassá. A kapott nyugdíj mértéke csak igen kevéssé függött a korábbi befizetésektől. Akik aktív életük során többet fizettek be szemlátomást rosszul jártak, különösen inflációs periódusokban, amikor a kormányzat - más szempontból érthetően - a minimál nyugdíj védelmét tekintette elsődleges feladatának, miközben a magas nyugdíjak értékállóságáról nem gondoskodott.

Az első pillér továbbra is felosztó-kirovó, választhatják a már munkaviszonyban állók, kötelező viszont azok számára, akik hátralévő munkaviszonya nem éri el a 15 évet (egyébként számukra nem is lenne értelmes választás a másik alternatíva).

A második pillér a tőkefedezeti (*fully funded*) elven alapuló magán-nyugdíjpénztár. A munkavállalók befizetései a működési költségek levonása után egyéni számlára kerülnek, amelyet a nyugdíjpénztár pénzalapjának befektetési eredményei - a biztonságos működéshez szükséges tartalék képzése után gyarapítanak. A magán nyugdíjpénztári tagok rendszeres tájékoztatást kapnak számlájuk pozíciójáról. A magán nyugdíjpénztárban felhalmozódott összegek örökölhetőek. A nyugdíj mértéke a pénztár hozamának és a várható életkornak a függvénye, szigorúan biztosításmatematikai kérdés. A második pillérbe a szabályok szerint az újonnan munkába menőknek kötelező belépni, míg a már munkában állók választhatnak.

A harmadik pillér pedig a korábban is létező önkéntes nyugdíjpénztárból áll, amelyet részben a munkáltatók, részben a munkavállalók befizetései táplálnak és az utóbbiakat - igaz csökkenő mértékben - adókedvezmény is támogatja.

Mivel a nyugdíj-megtakarítások a bankbetétek mellett jelentős részét képezik a magyar lakossági megtakarításoknak, a tőkepiacok szempontjából mindenképp a második és harmadik pillér helyzetének vizsgálata a legérdekesebb, amelyeket mint más befektetéseket, kellő körültekintéssel, hozam-szemlélettel kellene kezelni. A magán-nyugdíjpénztári számlán felhalmozódó vagyon egy igen hosszú távú befektetésnek tekinthető, ahol a tulajdonos joggal várhatja el, hogy befektetése a piaci elvárt hozammal kamatozzon.



A magán-nyugdíjpénztárak piacán verseny van: a pénztártagoknak elvileg joguk van pénztárat változtatni, ha elégedetlenek a hozammal. Ez esetben az egyéni számlán felgyülemlett összegeket magukkal viszik. De hova menjenek az elégedetlenek, ha más nyugdíjpénztár is hasonló hozamokat kínál. A magán-nyugdíjpénztárak mögött ugyan állami garancia áll, tehát elvileg kockázatmentes befektetésnek tekinthetők, de ez attól még nem ok arra, hogy a reálhozamok a nullához konvergáljanak, pedig a nemzetközi tapasztalatok szerint a pénztárak hozamai igen jelentősek is lehetnek (!).

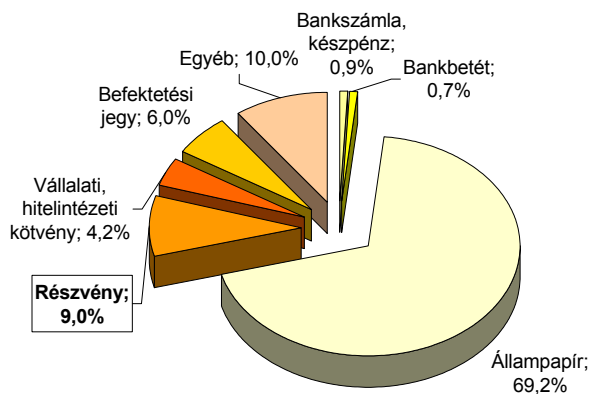
A nyugdíjreform előkészítése során végzett felmérések alapján 1984-93. között a nyugdíjalapok átlagos reálhozama Írországban és Angliában jócskán meghaladta a 10 %-ot, Belgiumban közelítette a 9 %-ot, Hollandiában meghaladta a 7, 5 %-ot, de még a legszerényebb eredményt produkáló Svájcban is a nem megvetendő 4 %-ra rúgott.¹⁵

Általános gond, hogy a magyar nyugdíjbefektetések hozama rendkívül alacsony, köszönhetően a magyar nyugdíjpénztárak konzervatív befektetési politikájának és a korszerűtlen törvényi szabályozásnak, melynek értelmében az alapok tőkéjük max. 50%-át tarthatják részvényekben.

¹⁴ Grafikon forrása: <http://www.ksh.hu/>

¹⁵ Adatok forrása: <http://www.ksh.hu/>

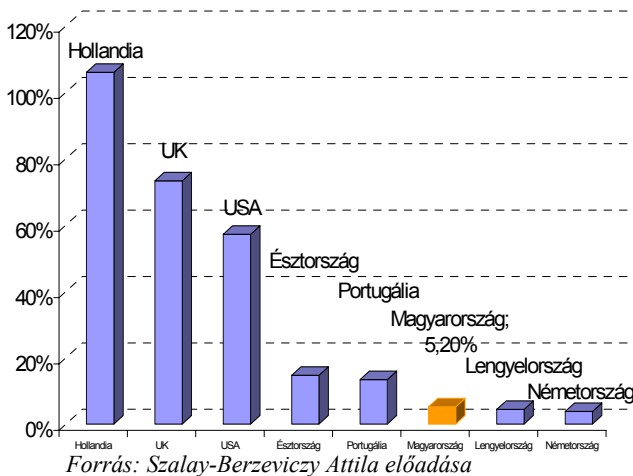
A pénztárak befektetési politikája konzervatív



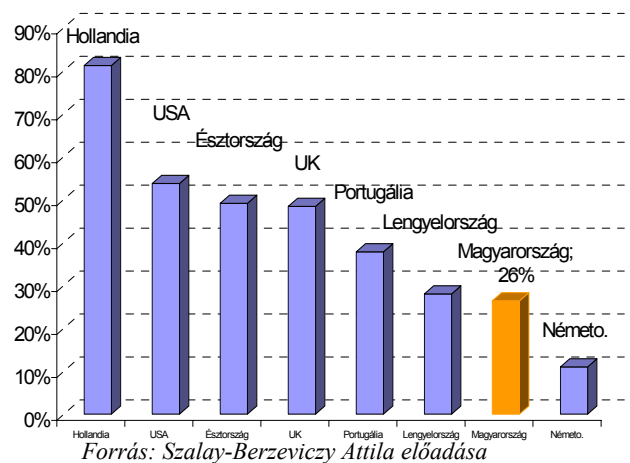
A nyugdíjpénztárak vagyona 2004 végén elérte az 1300 milliárd forintot, ebből 800 milliárd forint magán-, 500 milliárd forint önkéntes pénztárakban volt. Ennek átlagosan max. 10-15 (!) százaléka részvénybefektetés, azt is figyelembe véve, hogy a pénztárak a befektetési alapokon keresztül is jelen vannak a részvénypiacon.

Ha a nyugdíjalapok aktívabban szerepet vállalnának a tőzsdén, az a magyar részvény piac szerkezetét sokkal kiegyensúlyozottabbá tehetné. Ezáltal csökkenthető lenne a külföldi befektetők túlsúlya, valamint emelkedhetne a tőzsde likviditása is. Mindenképp dinamizálná a magyar tőkepiacot, ha a nyugdíjalapok kihasználnák legalább a törvény adta lehetőségeket a részvénybefektetésekre. Ezzel mind a lakosság és az egész gazdaság számára gyarapodást idézhetnének elő.

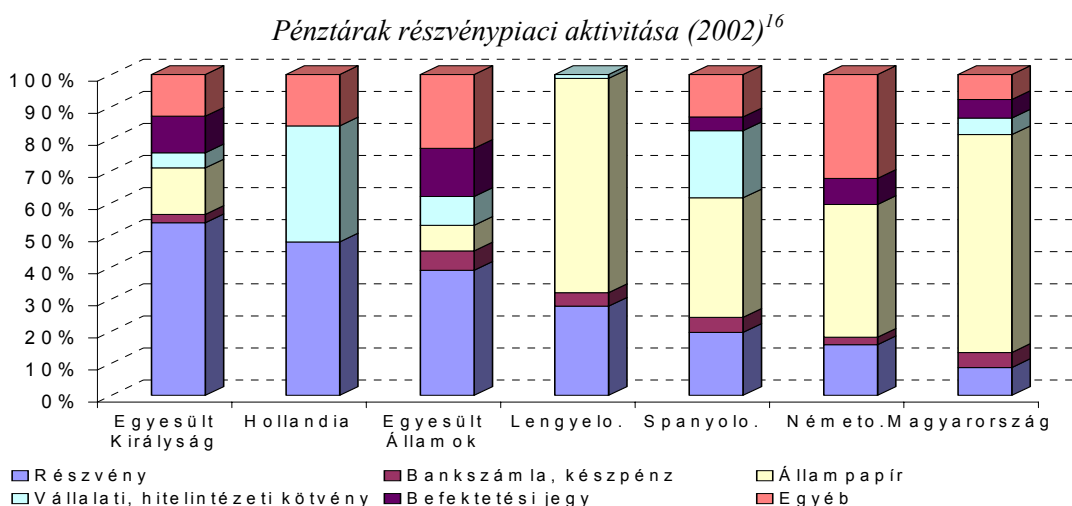
Nyugdíjpénztárak vagyona a GDP%-ban



Nyugdíjpénztári vagyon a tőzsdei kapitalizáció %-ban



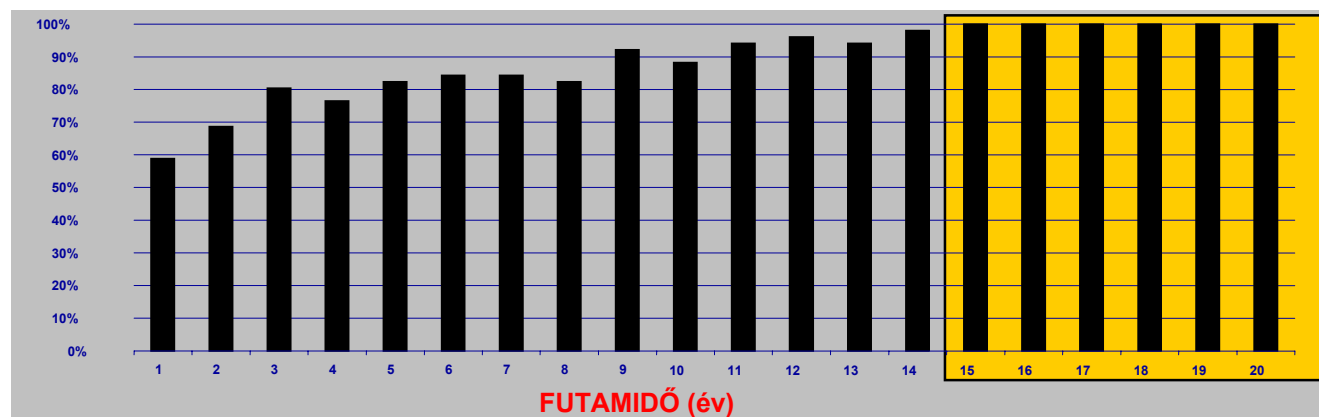
Ahogy azt korábban is említettük, a magyar piacot számos esetben igyekszünk összehasonlítani a külföldi tőkepiacokkal, különösen a lengyel befektetési szokásokkal. Az előbbi két ábrán jól látszik, hogy a hazai nyugdíjpénztárak vagyona (a GDP %-ában) megelőzi a lengyel nyugdíjpénztárakét, és a tőzsdei kapitalizációhoz viszonyítva is hasonló helyzetben vagyunk, azonban a magyar nyugdíjpénztárak tőzsdei szerepvállalása mégis elmarad lengyel társaikétól. A különbség jól látható a következő ábrán.



A nyugati országokhoz képest mind a magyar, mind a lengyel nyugdíjpénztárak befektetési politikája látványosan túlbiztosított az állampapírokkal. Azonban a két kelet-európai ország között is érdekes különbségek vannak. Míg a lengyelek az állampapírok mellett a részvénybefektetéseket választották a „kockázatosabb, de felhúzza a hozamot” típusú kiegészítő befektetésnek, addig a magyar pénztárak erre a szerepre befektetési jegyet és egyéb befektetéseket (mint például ingatlanok vásárlását) választották. Ezek a befektetések azonban kevésbé támogatják egy hatékonyabban működő tőkepiac kialakulását.

A magasabb részvényhányad nemcsak a befektetőknek, hanem maguk a nyugdíjpénztári befektetők számára is kedvezőbb volna, mivel a részvények 15 éves ciklus felett bármely más befektetési formánál többet hoznak. Sajnos a jelenlegi törvényi szabályozás korlátozza a nyugdíjalapok számára a külföldi részvények vásárlását, pedig így nemzetközileg is tudnák diverzifikálni portfólióikat.

Az esetek hány százalékában bizonyult jobbnak a részvény-befektetés az adott futamidejű egyéb befektetéseknél az elmúlt 80 évben, az USA-ban¹⁷



¹⁶ Grafikonok forrása: Szalay-Berzevicz Attila előadása

¹⁷ Grafikon forrása: NASDA

Nyugdíjpénztárak szabályozása

Az Európai Bizottság a "Prudent Man" (körültekintő ember) szabályának elfogadását támogatja a nyugdíjalapok befektetési tevékenységénél. Ez gyakorlatilag azt jelenti, hogy a nyugdíjalapok különösebb korlátozás nélkül befektethetnek alternatív vagyonosztályokba (így pl. a kockázati tőkealapokba, melyek számos felmérés szerint kevésbé kockázatosak, mint a tőzsdei alapok).

EU irányelv a nyugdíjpénztárak működésére:

- A piacok átjárhatóságának biztosítása – Az EU-n belüli korlátok megszüntetése.
- A befektetések szabályozott piacra terelése – a pénztárak befektetései min. 70%-a szabályozott piaci befektetés legyen.
- A részvény befektetések arányára vonatkozó korlátozás megszüntetése.
- A kockázati tőkebefektetések támogatása.

Egyesült Államok:

- Egyéni munkavállalói nyugdíj terv – a munkavállaló maga tervezheti meg az önkéntes nyugdíjbefizetéseiből képzett portfóliót.
- Adóelőnyök - bizonyos formánál a befizetés csökkenti az adóalapot, más formánál a befizetésen elért hozam adómentes.
- A részvénybefektetések hangsúlyos szerepe – konzervatív befektetés az, amiben a részvények aránya csak 60%

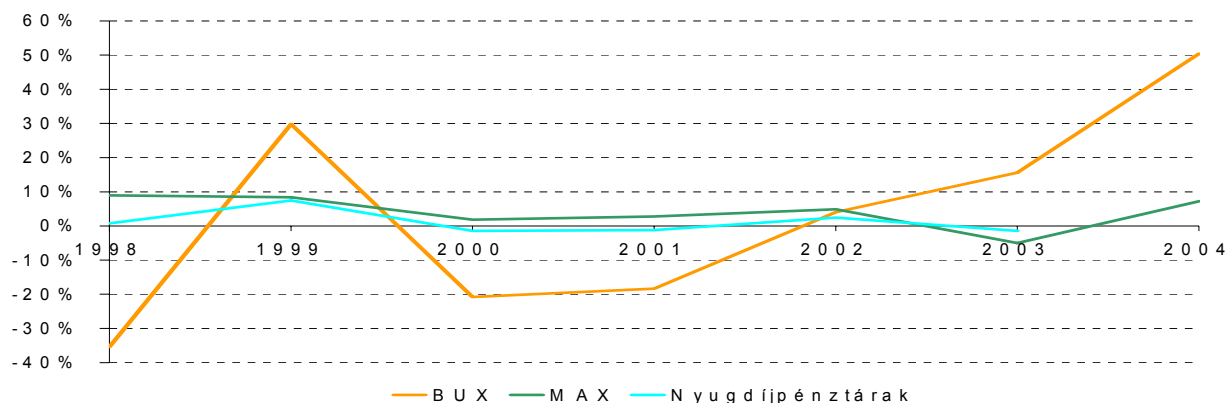
Lengyelország helyzete:

- A nyugdíjpénztárak a nemzetgazdaság finanszírozásának fontos eszközei.
- Befektetési limitek a külföldi értékpapírokban: 5%.
- Részvénytartási arány: törvényileg max. 50%, átlag 30%.

Látható, hogy a lengyel tőkepiaci szabályozás ütközik az EU-direktívával, amely az EU-n belüli befektetési korlátok megszüntetését célozza meg, de eléri azt, hogy a nyugdíjalapok nagymértékben vásároljanak hazai részvényeket. Ezzel nagymértékben hozzájárulnak a Varsói tőzsde likviditásának emeléséhez.

Az USA-ban is működő „Prudent Man”-rendszer ott is nagyban hozzájárult a fejlett kockázati tőke iparág kialakulásához, hiszen a nyugdíjalapok a legnagyobb befektetői a kockázati és magántőke alapoknak. Sajnos néhány tagállam az Eu-ban, köztük Magyarország sem ért egyet ezekkel a reformokkal, és csupán a tradicionális vagyonsztályokba történő befektetéseket támogatja, és korlátozó limiteket tart fenn különböző vagyonsztályokba történő befektetéseknél.¹⁸

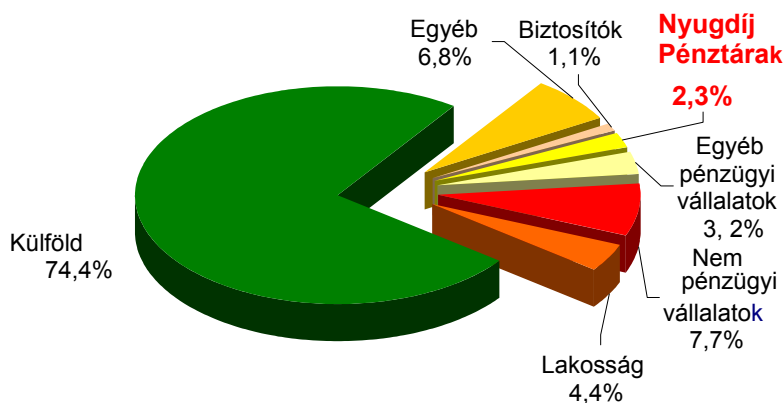
Reálhozamok összehasonlítása¹⁹



Magyar nyugdíjpénztárak helyzete

Amint azt a feltüntetett irányelvekből látni lehet, az Egyesült Államokban, az Eu-ban, s még a térség egyes országában is kedvezőbb a tőkepiacok állami támogatottsága a törvényi szabályozás révén. Lássuk, hogy is van ez Magyarországon.²⁰

A pénztárak, mint a magyar részvénytőke befektetői



Jogszabályi limitek:

Egy részvény:	10%
Részvény összesen:	50%
Egy bef. alap :	10%
Egy alapkezelő:	30%
Bef. alap összesen:	50%

¹⁸ Forrás: <http://www.hvca.hu/>

¹⁹ Grafikon forrása: Szalay-Berzeviczy Attila előadása

²⁰ Forrás: <http://www.bankestozsde.hu/>

Tavaly nagyon jól teljesített a magyar részvénypiac, s az államkötvények is jóval infláció feletti hozamot adtak, ez pedig kedvezett a nyugdíjpénztáraknak is természetesen: a magánpénztári befektetések nyilvántartási értéke 2003 végéhez viszonyítva majd 32 százalékkal nőtt, az önkéntes nyugdíjpénztáraké pedig 18, 1%-kal bővült.

Az Aegon pénztárainál 16 százalék körüli volt például a nettó hozam tavaly, az alapítás óta eltelt időszak magánpénztári megtakarításainak reálértéke így 3 százalékra emelkedett. Az ING Alapkezelő cégének vezetője pedig, most némileg megnyugodva összegezheti, hogy korábban elég sokat kárhoztatott merész - a piaci átlagnál 10-15 százalékkal több részvényt tartalmazó portfóliójú - befektetési politikájuk most igazolódni látszott. Az ING a konzervatívabb portfólióknál is teljes mértékben kihasználta a befektetési politikában meghirdetett - kb. 20-25 %-os - részvényarányt, így itt is 20% feletti bruttó hozam várható.

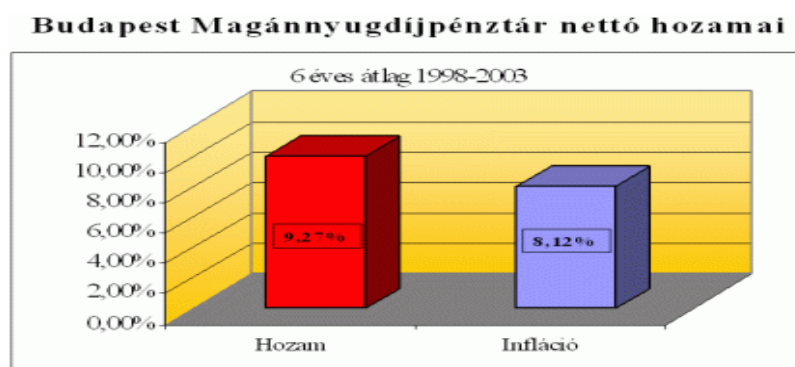
Nyugdíjpénztárak hozamainak összehasonlítása²¹

Taglétszám	Vagyon	Nettó fedezeti hozam					
			Fő	Millió Ft	1998	1999	2000
Vasutas Önkéntes Nyugdíjpénztár	36432	12381	-	19. 11	6. 96	8. 4	9. 2
Életút Önkéntes Nyugdíjpénztár	23203	8592	8. 7	18	8. 1	9. 2	10. 2
VIT Önkéntes Nyugdíjpénztár	34834	32524	17. 9	13. 27	9. 07	7. 51	7. 47
Postás Nyugdíjpénztár	32576	7102	19. 11	19. 26	4. 09	9. 07	9. 17
Honvéd Önkéntes Nyugdíjpénztár	39051	16992	20. 57	15. 33	8. 06	8. 63	8. 25
Mobilitás Önkéntes Nyugdíjpénztár	11365	10219	15. 3	20. 4	4. 27	4. 78	4. 37
OTP Önkéntes Nyugdíjpénztár	174122	49269	20. 32	15. 38	3. 78	4. 94	6. 48
ING Önkéntes Nyugdíjpénztár	47893	17661	18. 36	20. 97	4	2. 44	5. 99
MKB Nyugdíjpénztár (önkéntes)	93025	46939	18. 98	15. 84	7. 46	8. 2	9. 3
Allianz Hungária Önkéntes Nyugdíjpénztár	174606	47988	18. 16	17. 03	8. 44	8. 91	8. 18
Évgyűrűk Önkéntes Nyugdíjpénztár	27836	6971	26. 54	17. 74	-1. 85	5. 34	8. 1
Erste Bank Önkéntes Nyugdíjpénztár	16663	4709	17. 98	19. 24	8. 57	8. 82	7. 97
Budapest Önkéntes Nyugdíjpénztár	27148	9547	25. 16	23. 34	2. 7	2. 35	5. 32
Uniq és Egyesült Köz. Önkéntes Nyugdíjpénztár	100956	19981	-	27. 86	6. 21	4. 73	2. 58
Aranykor Önkéntes Nyugdíjpénztár	54101	21172	13. 02	19. 01	7. 82	6. 58	7. 73
ÁB-Aegon Önkéntes Nyugdíjpénztár	117379	26170	7. 08	10. 64	6. 46	5. 67	4. 4
Credit Suisse Life&Pensions Önk. Nyugdíjpénztár	77184	19494	9. 44	19. 61	4. 31	3. 19	1. 75

²¹ Táblázat forrása: <http://www.ongondoskodas.hu/>

A vagyonkezelés eredménye a Magyar Külkereskedelmi Bank által kezelt pénztáraknál - 17 százalék körül alakult. A Concorde Alapkezelő pedig, mint tucatnyi munkáltatói pénztár vagyonkezelője, az elmúlt esztendő mindegyikében infláció feletti hozamot ért el.

Az idén sem lesz „rossz évük” a pénztáraknak, mert a magas jegybanki kamat miatt a nem túlságosan kockázatos befektetésekkel is elérhető - elsősorban a tőzsdei befektetéseknek köszönhetően - kilencszázalékos nominális hozam, ami reálértéken úgy négyszázalékos gyarapodást jelenthet.

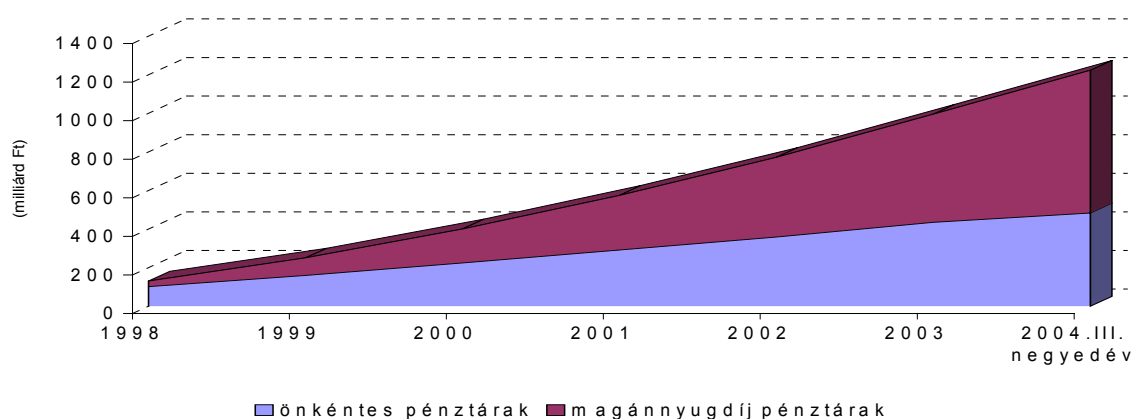


A nyugdíjreform mellett számos érv szól. A három legfontosabbnak a következők tekinthetők. Az inaktív arányának növekedésével a felosztó-kirovó rendszer egyre nehezebben finanszírozható. Ez volt a változtatás kényszer-eleme. Pozitív érvként fogalmazódik meg, hogy az új rendszer a felhalmozódó megtakarítások révén a szerény likviditású tőkepiacot táplálja a minimálisan 15 évre lekötött, tehát hosszú távú befektetésekre felhasználható forrásaival. Ami az állampolgárokat illeti, a változás lényege körülbelül az, hogy amíg a felosztó-kirovó rendszerben fizetett nyugdíjjárulékot lényegében adónak tekintették - a befizetett nyugdíjjárulék nem sok köze van az érte kapott szolgáltatásnak - addig a magán nyugdíjpénztári befizetés a munkavállaló szemszögéből megtakarításnak minősül. Ez óriási különbség.²²

A nyugdíjpénztárak vagyona még nem jelentős de rohamosan növekszik. Portfóliójukban, általánosságban 80 %-os részt képviselnek az állampapírok (az önkéntes nyugdíjpénztáraknál is), 10-14 %-ot a részvények, a maradék pedig befektetési jegyekből és kötvényekből áll. Megfigyelhető, hogy a pénztárak fele mögött tulajdonosként valamilyen bank vagy biztosítótársaság áll.

²² Forrás: <http://www.mkb.hu/>

A magyar nyugdíjpénztárak vagyonának alakulása



A bruttó bér 8, 5%-át kitevő munkavállalói nyugdíjjárulékból jelenleg a magánnyugdíjpénztár tagoknak egységesen 8%-ot kell tagdíjként magánpénztárba átutalni, amelyet egyénileg vagy a munkáltató által történő hozzájárulásként további 2%-kal, tehát maximum a bruttó bér 10%-ra ki lehet egészíteni. Az önkéntes nyugdíjpénztári befektetés likviditása korlátozott, ugyanis a befektetéshez (a 2003-ban hatályos szabályozás szerint) 10 éves várakozási időn belül nem lehet hozzáférni.

A nyugdíjpénztári megtakarítások időtávja esetében 1-2 százalékos többlethozam is nagyságrendi különbséget eredményez a megtakarítások végső értékében²³

többlethozam		1%	2%	3%	4%	5%
időtartam (év)						
5		1,03	1,06	1,09	1,13	1,16
10		1,06	1,12	1,18	1,25	1,32
15		1,08	1,18	1,28	1,39	1,51
20		1,11	1,24	1,38	1,55	1,74
30		1,17	1,38	1,63	1,94	2,33
40		1,23	1,54	1,94	2,47	3,17

5 százalékos többlethozam 40 éves megtakarítási periódus alatt több mint háromszoros vagyoni különbséget eredményezhet

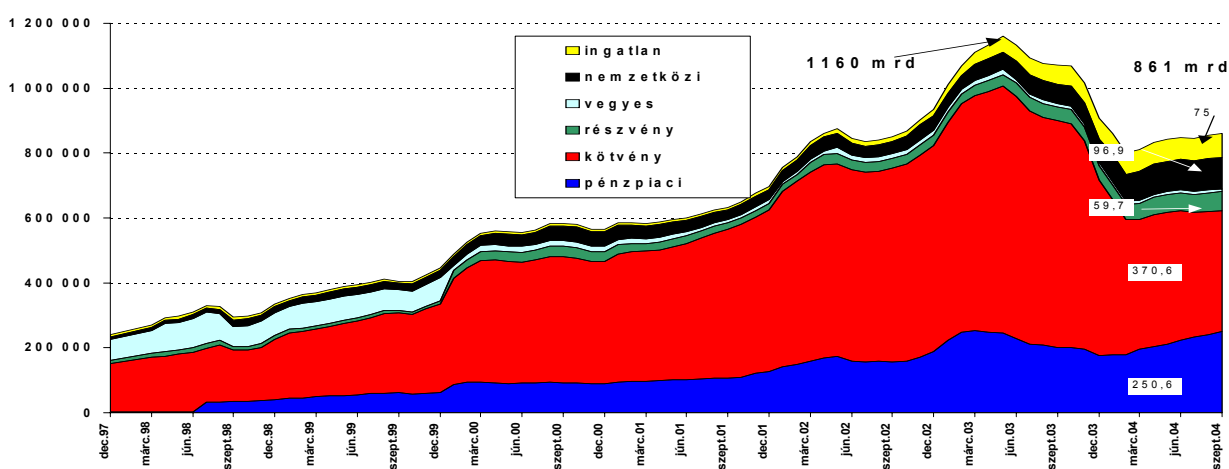
²³ Grafikonok forrása: Szalay-Berzeviczy Attila előadása

A hazai részvényalapok

A magyar tőkepiac vizsgálatakor nem tekinthetünk el a tőzsdei befektetők és szokásaik vizsgálatától. Mint azt az első fejezetben láthattuk, a BÉT-en igen alacsony a magánbefektetők aránya. Ebből kifolyólag a legjelentősebb befektetői csoportnak a befektetési alapokat értékeltük, és természetesen közülük is kiemelkednek a részvényalapok.

De, lássuk mekkora jelentőséggel bírnak a részvényalapok a magyarországi alaptípusok között!

Befektetési alapok vagyoni szerinti megoszlás²⁴



Bár a befektetési alapok összesített vagyoniát tekintve a részvényalapok elmaradnak a kötvény-, illetve a pénzüpiaci alapoktól, mégis a vizsgálatunkban őket tartottuk a legfontosabbnak, hiszen itt vannak a legnagyobb teljesítménybeli különbségek, illetve a tőzsdére ők fejtik ki a legnagyobb hatást.

Ezért fontosnak találtuk, hogy alaposan megvizsgáljuk a magyarországi részvényalapokat befektetési stratégiájuk alapján, és ezzel párhuzamosan összehasonlítsuk őket hozamuk és kezelt vagyoniuk szerint. A legfontosabb kérdés, melyre a választ keressük, hogy a befektetők választásában mekkora szerepet játszik a részvényalap teljesítménye, hiszen ha a befektetések oda áramlanak, ahol jól teljesítenek a vagyoni kezelők, az ösztönzőleg hat a befektetési alapokra és ezzel serkenti a tőkepiacot (vagyis egy természetes úton támogatja a tőkepiac hatékony működését).

²⁴ Grafikon forrása: Központi Statisztikai Hivatal

Feladatunknak a hazai részvényalapok teljesítmény-alapú, és kezelt vagyon szerinti rangsorának összeállítását tűztük ki. Ez főleg a különböző paraméterek szerinti rangsorok táblázatba foglalását, és ezek jellemző tulajdonságainak összefoglalását jelenti.

A hazai részvényalapok teljesítménye

Elsőnek tekintjük a fejezet középpontjában álló rangsort, a hazai részvényalapok hosszú távú (három éves) rangsorát. A fejezetben mindenhol átlagos éves hozamra átszámolt értékeket közlünk.

Hároméves hozam adatok (1094 napos)		
Részvényalapok (bázis:2001.11.30)	Bruttó (%)	Nettó (%)
Concorde Részvény	29,25	28,32
Aegon Belföldi Részvény	25,3	24,34
K&H Navigátor	24,19	23,21
OTP Quality Részvény	18,17	17,32
Bonus Részvény	17,72	16,9
Raiffeisen Részvény	15,52	14,64
K&H Részvény	15,28	14,52
ERSTE Alpok Részvény	14,6	13,74
Hunnia Részvény	14,54	13,72
CIB Részvény	12,96	12,04
Budapest Növekedési Részvény	10,58	9,65

Forrás: Világgazdaság, hozam adatok

Ezeket az értékeket azonban nem vizsgálhatjuk, a benchmarkok-kal való összehasonlítás nélkül. Két alapvető benchmarkhoz viszonyíthatunk, a BUX indexhez, mint a legnagyobb részvényindexhez, és a RAX-hoz, amely a részvényalapok teljesítményének értékeléséhez közvetlenül használható.

Benchmarkok (bázis: 2001.11.30)	
BUX	26,19%
RAX	16,53%

Forrás: Világgazdaság

Interjú Bilibók Botonddal:

Láthatjuk, hogy hosszú távon egyetlen részvényalap tudta még magát a BUX-ot is maga mögé utasítani, ez pedig a Concorde Részvény. Ez valószínűleg azon alapszik, hogy a Concorde egy merőben kockázatos, merész ám hosszú távon láthatóan eredményes taktikát alkalmaz, amelyet Bilibók Botonddal, a Concorde Alapkezelő vezérigazgató-helyettesével folytatott beszélgetésünk során ismerhettünk meg. Eszerint, a Concorde alapos fundamentális elemzéseknek veti alá a részvényeket, ezek alapján kezdi el azokat megvásárolni. Azonban, ez a vásárlás a többi alaptól eltérően nem az emelkedő részvényekbe való beszállásból áll, hogy Bilibók Botond szavait idézzem, „Vannak, akik mindig elkezdnek futni a robogó vonat után, felszállnak rá, és megpróbálnak róla leugrani, még a szakadék előtt. Mi ilyet sosem csinálunk. Ha látjuk, hogy valami olcsóbb, mint ami a mi elemzéseink eredménye, akkor veszünk belőle egy kicsit, ha még olcsóbb lesz, akkor veszünk belőle még egy kicsit. Ez így volt pár éve, a tőzsde nagy zuhanásakor is. Mi csak vásároltunk és vásároltunk, aztán amikor már elfogyott minden pénzünk, akkor nyugodtan, ölbe tett kézzel vártuk, hogy végre emelkedés legyen.”

Interjú Fatér Gyulával:

Ezzel merőben ellentétes a Budapest Alapkezelő stratégiája. Mint azt Fatér Gyulától, az alapkezelő vezérigazgatójától – aki egyben a BAMOSZ elnöke – megtudhattuk, a Budapest-nél a részvények súlyát a portfólióikban ugyan fundamentális alapon választják ki, ám innentől kezdve a vásárlások és minden kereskedés technikai alapon zajlik. A kockázatkezelés is háttérbe szorul, csupán „valamilyen lebutított var” elemzést használnak. Ám láthatólag ez a stratégia nem is vezet sikerhez sem rövid, sem hosszú távon. Azonban ez egy percig sem aggasztja őket, üzleti stratégiájuk középpontjában a marketing és a Budapest Bank országos fiókhálózata áll, amely így is hatalmas kezelt vagyont biztosít számukra, annak ellenére, hogy van olyan alapjuk (*a Nemzetközi Részvény*) amely elindítása óta -25%-os hozamot (*vagy inkább veszteséget*) hozott.

Mielőtt azonban részletesebben vizsgálánk a részvényalapokat, vessük össze ezeket a hozamadatokat a más típusú alapok legeredményesebbjeinek teljesítményével. Tekintsük először a Kötvényalapokat.

Hároméves hozam adatok (1094 napos)		
Kötvényalapok (bázis:2001.11.30)	Bruttó (%)	Nettó (%)
OTP Optima	8,33	7,78
Quaestor Borostyán	7,9	7,04
Aegon Belföldi Kötvény	7,78	6,92

Forrás: Világgazdaság

A Kötvényalapokra mondhatni „rájárt a rúd” az utóbbi években, bár az egyéves hozamok, most elég impozánsak (*például: OTP Maxima, bruttó 364 napos hozam: 16,05%*), mivel valamivel több, mint másfél éve volt a nagy jegybanki alapkamat emelés. Amely akkor hirtelen, és jelentős részben csak rövidtávú zuhanást eredményezett a kötvényalapok egy jegyre jutó nettó eszközértékében.

Nézzük a többi alaptípus legjobb hozamot biztosító szereplőit!

Hároméves hozam adatok (1094 napos)		
Pénzpiaci alapok (bázis:2001.11.30)	Bruttó (%)	Nettó (%)
Prémium	8,96	8,11
CA Pénzpiaci	8,86	8,24
ERSTE Alpok Pénzpiaci	8,4	7,84

Forrás: Világgazdaság

Itt külön érdekesség, hogy a CA Pénzpiaci Alap bruttó hozamának második helyét ellensúlyozva, nettó értékben mégis első a piacon. De ebben nem feladatunk elmélyülni.

Hároméves hozam adatok (1094 napos)		
Vegyes alapok (bázis:2001.11.30)	Bruttó (%)	Nettó (%)
Concorde 2000	19,17	18,34
OTP Paletta	12,19	11,36
Access Vegyes	8,61	7,94

Forrás: Világgazdaság

Láthatjuk, hogy a részvénybe fektetők hozamai jóval túlszárnyalták az egyéb befektetési ágakat. A Concorde 2000 (*vegyes alap*) és a CA Közép-európai Részvény (nemzetközi részvény) alapok tudnak egyedül a hazai részvényalapokkal aránylag versenyképes hozamot felmutatni, de nem szabad figyelmen kívül hagynunk, hogy ezek hozamát is nagy részben a BÉT szárnyalása határozza meg.

De, hogy ne csak a hároméves adatokra támaszkodjon vizsgálatunk, nézzük meg, hogyan változik a hazai részvényalapok rangsora, ha egy illetve két éves hozamaikat is összehasonlítjuk:

A hazai részvényalapok teljesítmény szerinti rangsora		
Egyéves hozamok rangsora	Kétéves hozamok rangsora	Hároméves hozamok rangsora
Futura Indexkövető	Concorde Részvény	Concorde Részvény
K&H Navigátor	K&H Navigátor	Aegon Belföldi Részvény
Concorde Részvény	Aegon Belföldi Részvény	K&H Navigátor
OTP Quality Részvény	OTP Quality Részvény	OTP Quality Részvény
Aegon Belföldi Részvény	Raiffeisen Részvény	Bonus Részvény
CIB Részvény	Bonus Részvény	Raiffeisen Részvény
K&H Részvény	K&H Részvény	K&H Részvény
Raiffeisen Részvény	ERSTE Alpok Részvény	ERSTE Alpok Részvény
Bonus Részvény	Budapest Növekedési Részv.	Hunnia Részvény
Hunnia Részvény	CIB Részvény	CIB Részvény
ERSTE Alpok Részvény	Hunnia Részvény	Budapest Növekedési Részv.

Forrás: Világgazdaság

Látványos a Futura Indexkövető Alap belépése, amely azonnal az élre tört. Végül nézzük meg, az indexkövető alapok sikerét alátámasztó fél éves rangsort is, amelyen már az ING Indexkövető alap is megjelent, és hozamával azonnal felzárkózott a Futurához, maga mögé utasítva minden más piaci szereplőt.

A hazai részvényalapok rangsora	
Fél éves hozamok rangsora	Egyéves hozamok rangsora
Futura Indexkövető	Futura Indexkövető
ING Indexkövető	K&H Navigátor
Concorde Részvény	Concorde Részvény
K&H Navigátor	OTP Quality Részvény
OTP Quality Részvény	Aegon Belföldi Részvény
Aegon Belföldi Részvény	CIB Részvény
Hunnia Részvény	K&H Részvény
Raiffeisen Részvény	Raiffeisen Részvény
CIB Részvény	Bonus Részvény
K&H Részvény	Hunnia Részvény
Bonus Részvény	ERSTE Alpok Részvény
Budapest Növekedési Részv.	Budapest Növekedési Részv.

Részvényalapok kezelt vagyon szerinti rangsora

A fejezet másik fontos része, a részvényalapok kezelt vagyon szerinti rangsora, amely december 2-ai adatok szerint a következő volt:

Kezelt vagyon szerinti rangsor	
Hazai részvényalapok	Nettó eszközérték (mFt)
OTP Quality Részvény	28480,2
Budapest Növekedési Részv.	4649,8
Concorde Részvény	3679,4
K&H Navigátor	1558,3
Raiffeisen Részvény	1406,4
Futura Indexkövető	901,6
Aegon Belföldi Részvény	665,2
Bonus Részvény	612,9
ERSTE Alpok Részvény	516,8
CIB Részvény	366,5
ING Indexkövető	255,8
Hunnia Részvény	216,3
K&H Részvény	132,3

Forrás: <http://www.portfolio.hu/>

A kezelt vagyon szerint három fő csoportra oszthatjuk az alapokat:

A piacot alapjaiban meghatározni képes alapok csoportjában egyedül az OTP Quality Részvény áll. Olyannyira messzire elszakadt a versenytársaktól, hogy szinte kétszer akkora vagyont kezel, mint a többi hazai részvényalap együttvéve.

A második vonalba tartoznak az egy- és ötmilliárd forint közötti alapok. Ezek a Magyarországon működő nagyobb bankokhoz tartoznak: Budapest Bank, K&H, Raiffeisen. És itt van egy kakukktojás, egy már korábban is láthatóan sikeres alapkezelő, amely tartani tudja magát, még az országos fiókhálózat hiányában is, a Concorde.

A harmadik vonal, a piacot inkább csak követni, mint meghatározni képes alapok sora. Ám ezek között találhatóak az év legeredményesebbjei is, a Futura Indexkövető Alap és az ING Indexkövető Alap. Illetve itt áll még a már leáldozó csillagú, ám a hároméves hozamokat tekintve még mindig a második helyen álló Aegon Belföldi Részvény Alap.

Konklúzió

Az idei év egyértelműen a részvényalapok éve volt, és ez a két-három éves adatokra is kifejtette pozitív hatását. A Concorde megtartotta dobogós helyét, és továbbra is vezető szereplője a piacnak, azonban vetélytársait folyamatosan kiszorítják az indexkövető alapok, melyek sikere új szint visz a befektetési alapok versenyébe.

Sajnos azonban továbbra is el kell fogadnunk, hogy a befektetők nem a hozamok, hanem a háttérszervezetek (bankok) nyomására döntenek a befektetési alapok mellett. Így a legnagyobb szereplők egyelőre az országos hálózattal rendelkező bankok alapkezelői maradnak. Tehát a fejezet elején feltett legfontosabb kérdésünkre nem kaptunk pozitív választ. A befektetők, azáltal, hogy befektetési döntéseik meghozatalakor eltekintenek az alapkezelő addigi teljesítményétől (vagy általában hozzá sem jutnak az információkhoz), egyáltalán nem ösztönzik az alapkezelőket a jobb teljesítményre. Az alapkezelők pedig sajnos nem abból élnek, hogy mekkora hozamot biztosítanak, hanem abból, hogy mennyi pénzt kezelnek. Hiszen ennek egy bizonyos százalékát használják fel saját költségeik fedezésére. Tehát egyelőre várunk kell a befektetői kultúra fejlődésére, és reményeink szerint ez majd fellendíti az alapok teljesítményét és ezáltal magát a tőkepiacot is.

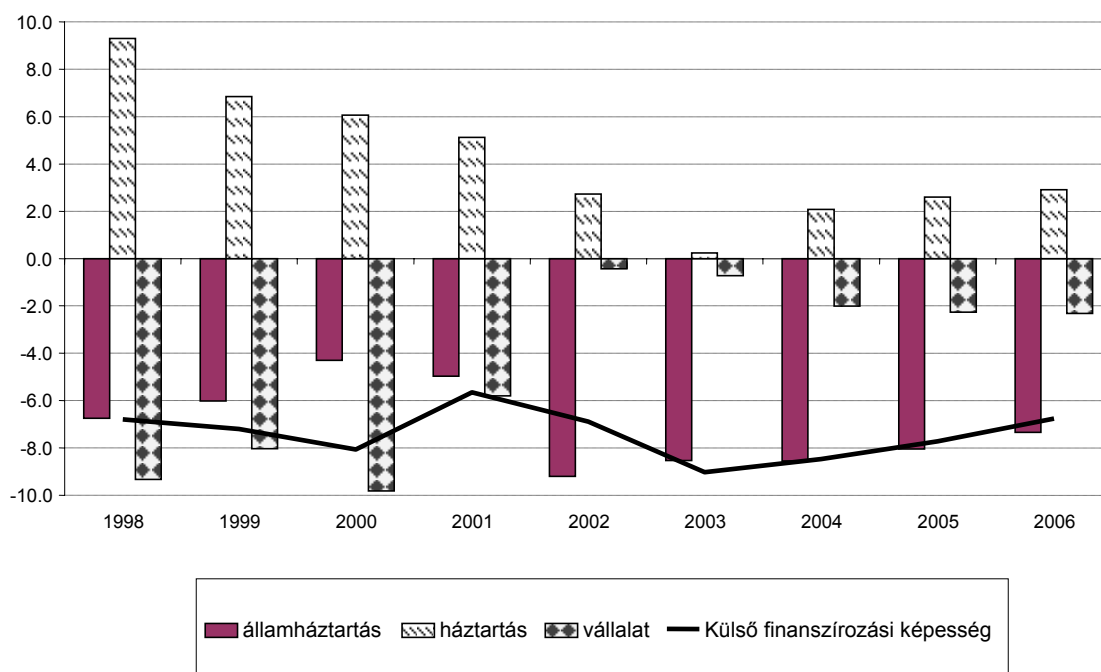
Vállalati oldal bemutatása

A vállalatok tőkeigénye. Miért nem minden út a tőzsdére vezet?

A vállalati szektor magas finanszírozási igénnyel rendelkezik. Egy feltörekvő gazdaság számára ez a szektor jelenti a felzárkózás motorját, azonban az utóbbi időszakban a historikustól eltérő viselkedés figyelhető meg, ugyanis a vállalatok alig adósodnak el. Ennek oka visszavezethető a magas államháztartási hiány és alacsony lakossági megtakarítások mellett a külső egyensúly hiányára, ugyanis minél magasabb a deficit, a marginális forrásbevonás költsége annál magasabb a vállalatok számára. Így megfigyelhető egy kiszorítási hatás.

Tehát ahhoz, hogy a vállalatok a fenntarthatóság veszélye nélkül alacsony tőkeköltség mellett adósodhassanak el mindenképp szükséges egy tényleges fiskális konszolidáció, ugyanis látható, hogy a lakosság megtakarítási magatartásának önmagától történő változására a felzárkózás évei alatt nem lehet számítani.

Az államháztartás, a háztartások és a vállalatok nettó egyenlege(2004)²⁵

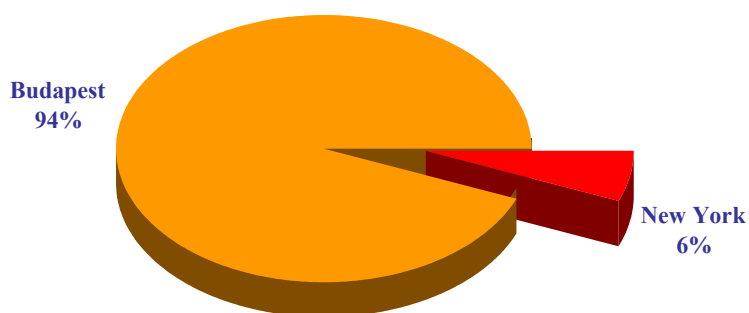


²⁵ Grafikon forrása: <http://www.mnb.hu/>

Magyarországon túlbankosítottság figyelhető meg. A bankok jobban szeretik a nyereséges vállalatokat finanszírozni, míg a vállalatok is szívesebben vonnak be tőkét banki hiteleken keresztül. Ezt számos vállalat egyszerűbbnek, komplikációmentesebbnek gondolja a kötvény, illetve részvénykibocsátásnál. Emiatt a magyar tőzsdén jelenleg relatíve kevés papír forog, s a blue chipektől eltekintve a likviditás is számos részvény esetében igen alacsonynak tekinthető.

Ezek miatt számos olyan téves gondolat és következtetés röppent fel a sajtóban az utóbbi időkben, hogy a magyar cégek jobban tennék, ha külföldi tőkepiacokon próbálkoznának, mert ott nagyobb lenne irántuk az érdeklődés.

A MATÁV forgalmának megoszlása Budapest és New York között²⁶



Az ilyen következtetések azonban nem állják meg a helyüket egy logikus vitában sem.

Például a Matáv New York-i havi forgalma az itthoni napi forgalmat is alig éri el, a Grafisoft pedig „hazajött” Frankfurtból. Szerintem tehát semmiképp sem kell attól tartani, hogy a hazai vállalatok elhagyják az itteni tőkepiacot. Fontos megemlíteni a Magyarországon lévő „20/80-as szabályt”, aminek a lényege az, hogy a vállalatok 20%-a generálja a forgalom 80%-át. S épp ez az az ok, ami miatt a legtöbb vállalat úgy dönt, hogy nem vonul ki a külföldi tőzsdékre, mert ott előreláthatólag nem kerülnének bele ebbe a 20%-ba.

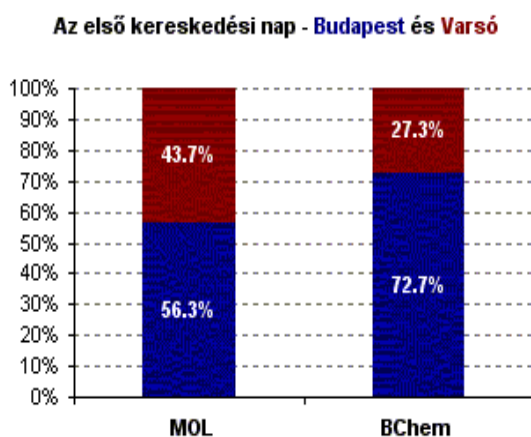
Természetesen számos országban kereskednek magyar részvényekkel és egyéb értékpapírokkal. A nagy piacokon azonban csak nagyon kevés nagy, magyar társaság válhat érdekessé az ottani befektetők számára, így azok forgalma mindenképp a BÉT-en lesz domináns. A helyi szereplők felkészültebbek, fontosabb számukra a hazai kibocsátó, mint a globális cégeknek.

²⁶ Grafikon forrása: <http://www.portfolio.hu/>

A Lengyel sztori

Mindenképp érdekes a BorsodChem és a MOL varsói története. A BorsodChem első magyar részvényként október 8-án, a MOL pedig 2004. 12. 22-én, a Lengyel Értéktőzsdén is megnyitotta a kereskedelmet.

A MOL esetében egy újabb befektetői kör felé való nyitás, valamint a lengyel parkett többletlikviditásának kihasználása volt a motiváció a varsói tőzsdén való megjelenésre. A MOL neve már régóta ismert Lengyelországban, s így kis marketinggel is jó üzlet valósítható meg. Hernádi Zsolt vezérigazgató állítása szerint a MOL nem kíván más tőzsdére is belépni a közeljövőben, ugyanis a varsói tőzsde cost-benefit aránya kielégítő számukra. *(Egyébként MOL papírokkal Londonban és Luxemburgban is kereskednek az OTC piacokon)*



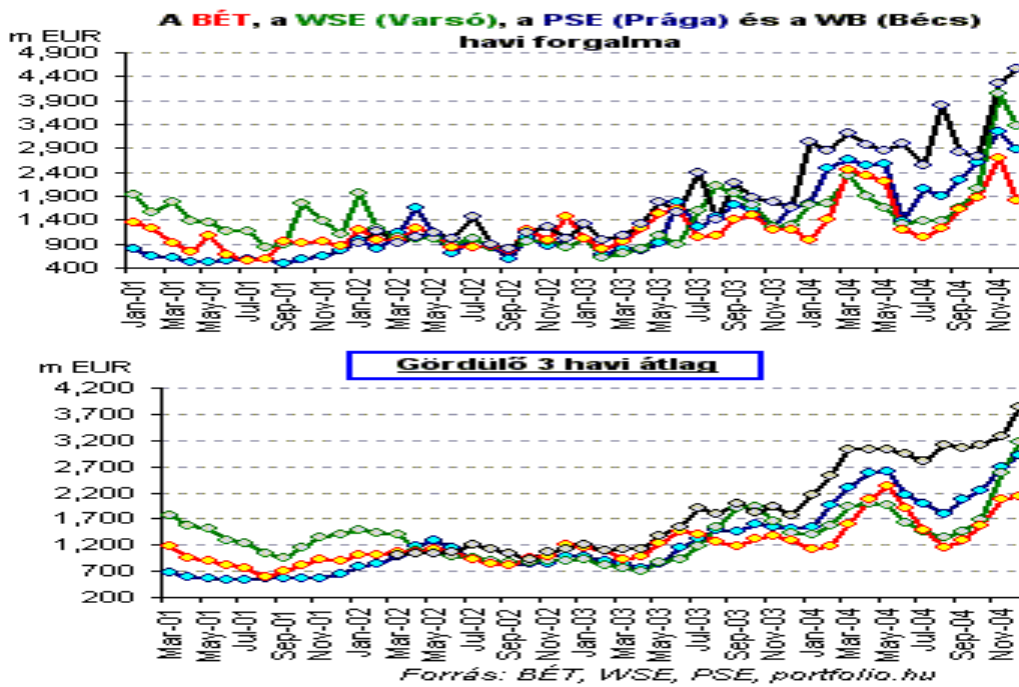
Az első kereskedési nap statisztikái szerint a lengyel parketten közel 2 Mrd Ft értékben kereskedtek MOL-részvényekkel, míg Budapesten 2, 7 Mrd értékben. A likviditás feltehetően még nagyobb lett volna, ha a MOL bevezetéskor saját részvényekből is vásárol.

A BorsodChem az első varsói kereskedési napon 250 m Ft-os forgalmat bonyolított, így a budapesti arány lényegesen magasabb. A vegyipari vállalat azonban egyelőre nem igazolta a Varsóhoz fűzött reményeket.²⁷

A varsói tőzsde is hatalmas vonzerővel rendelkezik. A lengyel törvények nem teszik lehetővé, hogy 5%-nál nagyobb mértékben vásároljanak a lengyel befektető-társaságok külföldi részvényeket. Ez a szabályozás a hazai piacra kényszeríti a befektetőket, s emeli a tőzsde likviditását. A törvény azonban nem EU-konform, így hamarosan meg fog szűnni.

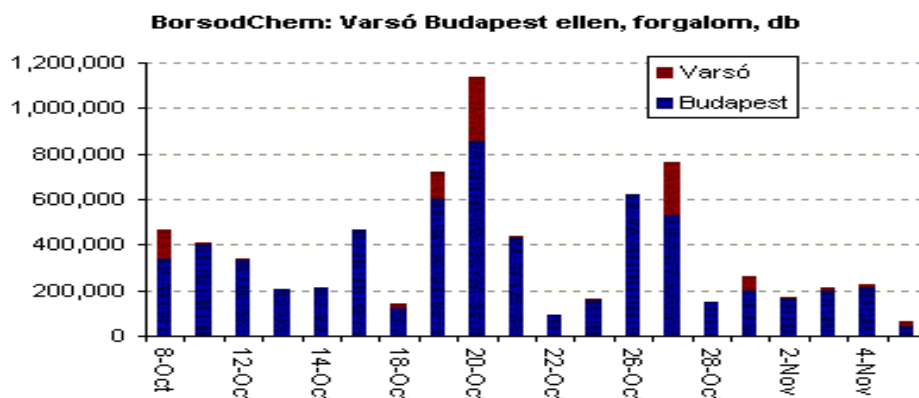
A régió legfontosabb részvénypiacain erős élénkülés volt megfigyelhető, amelyek közül kiemelhető a varsói börze volumenének növekedése. A BUX is jól teljesített, de a forgalom továbbra is a legalacsonyabbnak tekinthető a régióban.

²⁷ Grafikon forrása: <http://www.portfolio.hu/>



A szlovák, horvát, szlovén tőzsdék forgalma az alacsony a likviditás miatt nem jelennek meg a grafikonon. E piacok havi forgalma nem haladja meg a BÉT egy jobb napjának volumenét sem. Az orosz tőzsde vizsgálata pedig azért nehézkes, mert a moszkvai forgalom meglehetősen csalókanak mutatkozik, ugyanis az adminisztratív korlátozások következtében az alapkezelők csak a legritkább esetekben kereskednek, jellemzően akkor, ha valamilyen okból nem tudnak Londonban kötni.

A Varsóban „szerencsét próbáló” magyar vállalatok célja tehát eléggé egyértelmű volt: hozzáférni a növekvő lengyel nyugdíjpénztári vagyonhoz, új befektetési lehetőséget kínálva részére. A WIG 20 sajátos számításának köszönhetően (a közkezhányad mellett a forgalom is szerepet játszik) a lengyel blue chip indexbe való bekerüléstől kicsit távolra kerültünk.²⁸



²⁸ Grafikonok forrása: <http://www.portfolio.hu/>

BÉT szerepe a magyar tőkepiacon

A BÉT az egyik legfontosabb szereplője a magyar tőkepiacnak. Itt találkoznak a különböző piaci szereplők: a vállalatok, a befektetők és az állam (*az Államadósság Kezelő Központ a BÉT legnagyobb kibocsátója*). A BÉT külön jelentősége, hogy szabályozási rendszere nagyban befolyásolja a szereplők viselkedését. A tőzsde természetesen tisztában van befolyásával és eszközeivel, és az utóbbi években - látványosan aktív üzletpolitikával – igyekszik is megfelelni a piac elvárásainak több-kevesebb sikerrel. Tekintsük át most azt, hogy a tőzsde mivel támogatja a tőkepiac hatékonyabb működését!

A BÉT és a Deutsche Börse között létrejött megállapodásnak köszönhetően a hazai befektetési szolgáltatók a BÉT informatikai támogatásával közvetlenül és alacsony költségek mellett kapcsolódhatnak a Xetra kereskedési rendszerhez, aminek révén a hazai befektetők számára több mint tízezer külföldi értékpapír vált könnyen elérhetővé.

A nemzetközi integrációs törekvések mellett stratégiai fontossággal bír a belföldi integráció, a tőzsdei szolgáltatásláncolat erősítése. Ennek legfontosabb lépése a Budapesti Értéktőzsde Részvénytársaság és a Budapesti Árutőzsde Részvénytársaság integrációjának megteremtése. Ennek hatása elsősorban a származékos piacon lesz majd érezhető, ahol az egymást részben átfedő termékkörök egyesítése miatt jelentős hatékonyság és likviditás-növekedés, valamint a méretgazdaságosság adta előnyök kihasználása és a párhuzamosság megszüntetése miatt a piac működési költségeinek csökkenése is várható.

A hazai kibocsátói kör bővítése mindenképp fontos feladat a BÉT számára. A potenciális kibocsátók döntéshozatalának támogatására, a cégek tőzsdei jelenlétére való felkészítésére 2003 tavaszán a BÉT létrehozta a Tőzsdeképes Cégek Klubját (TCK). Ez a kezdeményezés azonban eddig nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket.

A befektetői kapcsolatok erősítését szolgálja a BÉT 2003-ban bevezetett új stratégiája is, ami a kommunikációra irányul. Ennek célja, hogy a Tőzsde aktívan és kezdeményezőként lépjen fel a médiában és minél több, közérthető információval lássa el a közvéleményt. Ezáltal nagyobb bizalmat építve a tőkepiac irányába. Ennek érdekében nyitották meg a BÉT

Médiaközpontot. 2003 januárjától minden hónapban elemzéseket tesznek közzé a média számára, melyek a tőzsdei tevékenységről, a nemzetközi tőkepiac működéséről szólnak.

Ahhoz, hogy a befektetők kellő bizalommal forduljanak a tőzsde felé, elengedhetetlenül szükséges a piac átláthatóságának és működésének kiszámíthatóságának biztosítása. A BÉT a kereskedési adatok szolgáltatásával, illetve a kibocsátói információk közzétételének rendszerével már évek óta képes felvenni a versenyt a legfejlettebb piacok gyakorlatával is.

Amint már többször említettük, a lakossági megtakarítási szerkezet régóta küzd strukturális elmaradottságával. A készpénz és bankbetét nemzetközi összehasonlításban magas aránya, a fejlett értékpapír alapú befektetések használatának hiánya komoly veszteségeket okoz a lakosságnak és a nemzetgazdaság egészének. A BÉT kezdeményezésére – a tőkepiaci szereplők széleskörű összefogásával – 2004-ben kampány indult a lakosság pénzügyi kultúrájának fejlesztésére. A közös cél elsősorban az, hogy segítsék az embereket abban, hogy jövőjüket befolyásoló pénzügyi döntéseiket tudatosan hozhassák meg. A kampány koordinálását az „Öngondoskodás a pénzügyi és befektetési kultúráért” nevet viselő alapítvány végzi. Ehhez hasonló kezdeményezések nyugaton már vannak, amelyek oktatásokat szerveznek a lakosság számára. Fontos előrelépés, hogy 2-3 éven belül a magyar közoktatásban is választható tárgy lesz a Pénzügyi alapismeretek, a gimnáziumok nulladik évében.

Az értékpapírok bevezetési és forgalomban-tartási feltételei

A tőzsde szabályrendszerének egyik legfontosabb területe a részvények bevezetésének szabályozása, amely szintén lehetőséget ad a tőzsdének, hogy könnyebbé és hatékonyabbá tételével támogassa a tőkepiacot. A hivatalos tőzsdei piacra jutást a BÉT bevezetési követelményeinek 2002 augusztusában végrehajtott módosításai jelentősen megkönnyítették. Az általános bevezetési feltételeken túlmenően a Tőzsde nem ír elő a sorozat egyéb jellemzőihez (tulajdonosok száma, közkézhányad, sorozatnagyság) kapcsolódó számszerűsíthető követelményeket, csak a részvények “A” kategóriája, illetve néhány speciális értékpapír (*warrant, külföldi értékpapírok*) esetében.

A 2003. január 1-jén hatályba lépett törvényváltozást követően a tőzsdei bevezetést engedélyeztetni kell a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeleténél, és a BÉT ezt követően dönt vezérigazgatói határozattal a tényleges bevezetésről.

Tőzsdeképes Cégek Klubja

A Budapesti Értéktőzsde Részvénytársaságnak a gazdasági életben betöltött alapvető funkciója a tőkeáramlás biztosítása a gazdaság szereplői között. Minél nagyobb az értékpapír kínálat, annál nagyobb az esélye annak, hogy a befektetők megtalálják a számukra megfelelő vállalati papírt. Így bővül a tőzsde forgalma, a vállalatok pedig pénzügyi forrásokhoz jutnak.

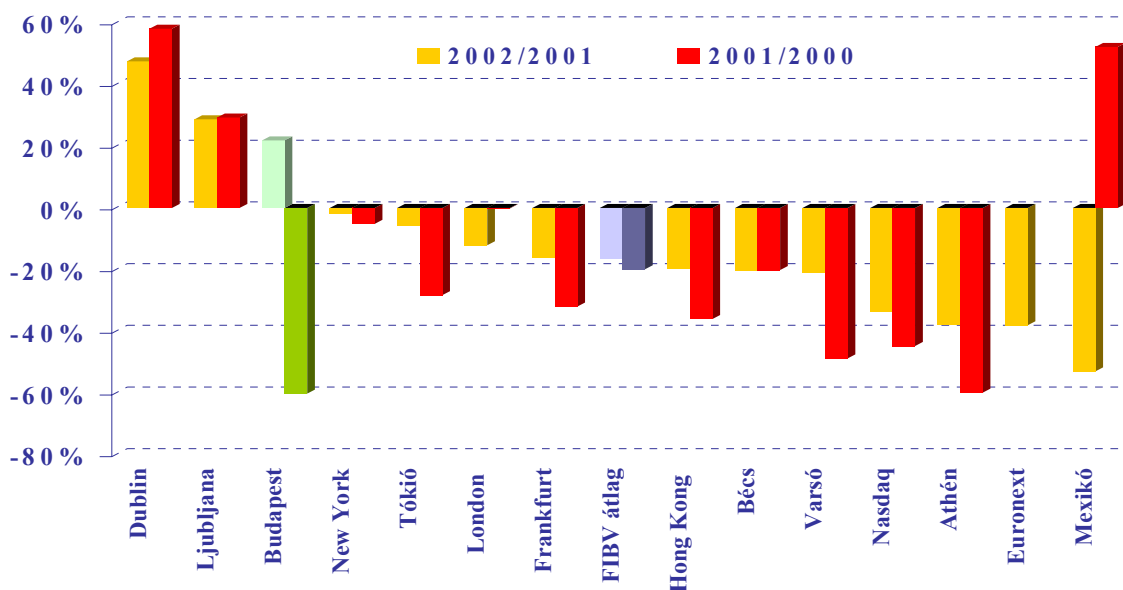
A BÉT egyik legfontosabb prioritásának tekinti a kibocsátók számának növelését, új vállalatok tőzsdei megjelenését. Ennek elősegítése érdekében jött létre a Tőzsdeképes Cégek Klubja. A Tőzsdeképes Cégek Klubja (TCK) információval látja el és felkészíti azokat a cégeket, amelyek reális lehetőségként kezelik a tőzsdén keresztüli forrásbevonást. Klubtagok azok a cégek lehetnek, amelyek kinyilvánítják: amennyiben a közeljövőben tőkebevonásra, illetve a tulajdonosok által részvényértékesítésre kerül sor, akkor a tőzsdén való megjelenést reális alternatívának tekintik. A klubtagság a tagok részéről nem jelent jogi értelemben vett elkötelezettséget.²⁹

²⁹ Forrás: BÉT Éves Jelentés 2003

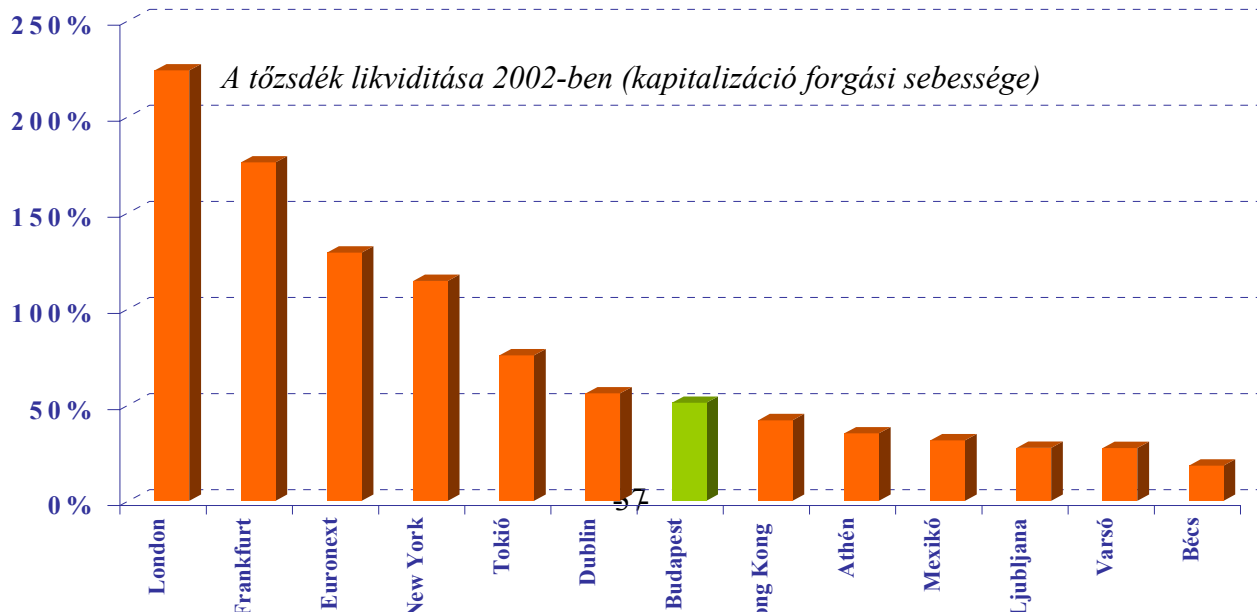
A BÉT helyzete nemzetközi összehasonlításban

A BÉT sok tekintetben kiválóan teljesít a tőzsdék nemzetközi versenyében is. Dolgozatunkban a legtöbbet a Varsói Értéktőzsdével (WSE) hasonlítjuk, mivel ez a legerősebb vetélytárs a kelet-európai piacon. Lássuk hogy állunk a „nagy testvérrel” szemben a forgalom és likviditás területén!

A tőzsdék forgalmának alakulása 2000-2002 között



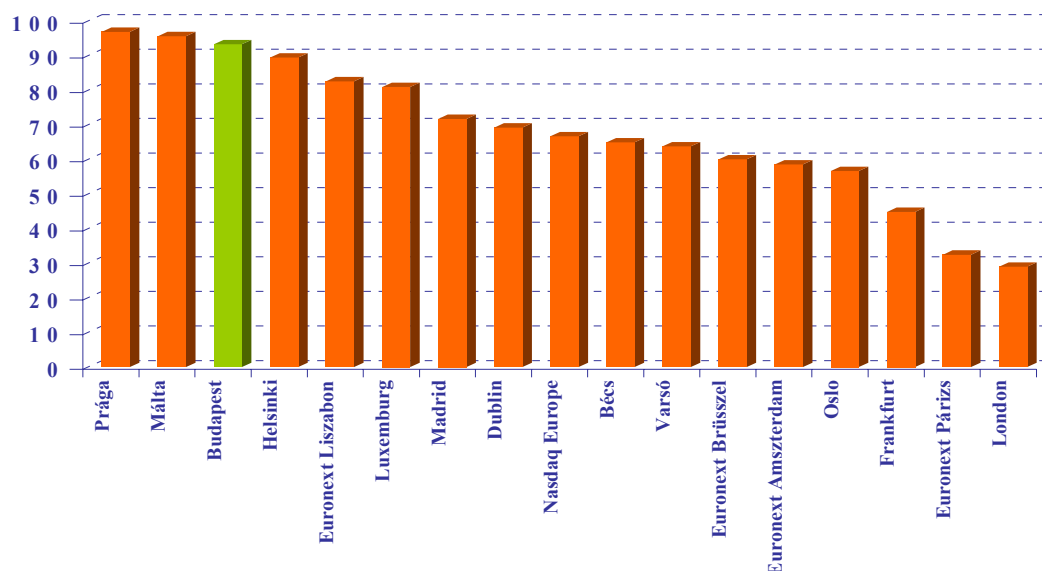
Az ábrán jól látszik, hogy a BÉT megelőzve a varsói tőzsdét már 2002-ben megkezdte fellendülését, beszállva a kisebb de fejlődő európai piacok (*Dublin, Ljubljana*) közé. Ezzel egyben elszakadt az átlagtól, másrészt megalapozta a következő évek hatalmas bummját, hiszen a külföldi tőke felfigyelt az induló expanzióra, és így ez a forgalom-emelkedés a következő két évben nem csupán folytatódott, de exponenciális emelkedésbe kezdett.



Láthatjuk, hogy a likviditás terén már 2002-ben magunk mögött tudhattuk a világ tőzsdéinek nagy részét, köztük a vetélytárs varsóit is. Ez a pozíciónk azóta csak erősödött, hiszen a tavalyi évben már Tokió is mögöttünk volt ezen a listán. Ez azért fontos, mert a külföldi tőke hazánkba csábításának egyik fő eszköze a nagy likviditás és a keskenyebb vételi-eladási spread. Hiszen emellett az alacsony díjak adnának még lehetőséget, hogy a nyugat-európai tőkét Magyarországra vonzzuk, ám ezekben – legalábbis a kereskedési oldalon – már a térségben az élen járunk. A nyugati árakkal pedig nehéz versenyezni, hiszen azok a méretgazdaságosság miatt még távol állnak tőlünk, de reméljük a BÉT-BÁT-KELER egyesülés után talán ezen a téren is fejlődhet még a Budapesti Értéktőzsde.

Ebben az évben ez még különösen fontos és aktuális feladat, hiszen a tavalyi uniós csatlakozás nyomán sok európai befektetési alap jelenik meg a térségben, amelyek az EU-n kívül nem (tehát korábban itt sem) fektethettek be. Ők dinamikus, jó növekedési lehetőségeket rejtő, alulértékelt papírokkal kecsegtető piacokat keresnek.

Az európai tőzsdék koncentrációja (Top 5 részvény forgalomból való részesedése, 2002)³⁰



Van azonban egy árnyoldala is a BÉT-nek. Amely abból következik, hogy kevés nagy vállalat részvényeit kereskedjük de mégis nagy likviditást érünk el. Ez a következmény a rendkívüli koncentráció. Ezen a téren már inkább sajnálatos, hogy az élen járunk Európában. De reméljük, hogy talán néhány éves távlatban már jóval szélesebb körű részvénypaletta alakul ki a budapesti tőzsdén. Talán a Tőzsdéképes Cégek Klubja megoldást kínál erre a problémára.

³⁰ Grafikonok forrása: <http://www.portfolio.hu/>

A BÉT dominanciája a hazai papírokban

Fontos kérdés a jövő szempontjából azonban az is, hogy egyáltalán a BÉT marad-e hosszú távon a magyar értékpapírok fő kereskedési helye. Hiszen ha egy nagyobb európai tőzsde át tudná venni a magyar papírok kezelését jobb árajánlatokkal és nagyobb befektetői kínálattal, akkor azzal felborulna maga a „magyar tőkepiac” fogalma is. Szerencsére a kutatásaink alatt megismert leggyakoribb érvek a szakanyagokban épp ennek a negatív jövőképnek az ellenkezőjét vetítik előre. Bár napjainkban a tőkepiac nem földrajzi fogalom, de a nemzeti tőkepiacok véleményünk szerint még évekig megőrzik önállóságukat. Ennek több egyértelmű oka is van:

Először is, a magyar papírokat korlátlanul eléri valamennyi befektető a budapesti tőzsdén is. Másrészt a magyar papírok egy részével már most is lehet kereskedni Európa számos piacán, a BÉT pozíciója mégsem gyengül. Ezeken túl nyilvánvaló, hogy egy nagy nemzetközi tőzsdén a magyar papírok elvesznek a széleskörű kínálatban, így ez számukra sem biztosít megfelelően likvid piacot.

A következő évtizedben remélhetőleg Magyarországon is folytatódni fog a pénzügyi modernizáció és megtakarítás-növelés, ami egyelőre ígéretes jövőképet ad a vállalatoknak. A várakozások szerint a hazai befektetők szerepvállalása így nőni fog a hazai piacon. Ez nagyobb forgalmat és javuló likviditást eredményezne, és ezzel párhuzamosan bővülő befektetési kínálatot teremt. És ami szintén fontos, pozitívan hat a külföldi befektetésekre is, tehát hosszú távon stabil és eredményes jövőkép áll a hazai piac előtt.

Az állam, aki szabályokkal támogat

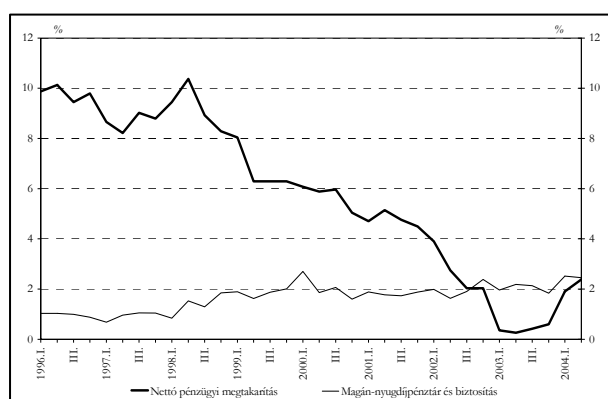
A befektetők és a tőzsde számára egyaránt meghatározó, hogy az állam milyen adókat vet ki a tőkepiacon szerzett jövedelmekre. Szerencsére Magyarországon az állam egyelőre igen bőkezűen állt hozzá a tőkejövedelmekhez, és ezzel bizonyosan szerepe volt a tőzsde és a tőkepiac folyamatos fellendülésében.

Származását és jellegét tekintve három alapvető jövedelemtípust különböztetnek meg a jogszabályok: ezek a kamatjövedelem, az osztalékjövedelem és az árfolyamnyereség. A kamatjövedelem adókulcsa 0%, az osztalékjövedelemé 20% és az árfolyamnyereségé is 20%. Ám itt speciális engedmények is belépnek a rendszerbe, hiszen a tőzsdei ügyleteken elért árfolyamnyereség illetve a befektetési alapok által kibocsátott befektetési jegyeken elért jövedelem kamatból származó jövedelemnek minősül, tehát adókulcsa 0%. Ezeken felül a hitelpapírokon elért jövedelem is minden esetben kamatból származó jövedelemnek minősül, még akkor is, ha a jövedelmet a befektető az értékpapír adásvételével, árfolyamnyereség formájában érte el.

További támogatás az államtól, hogy a befektető adóbevallásában fel sem kell tüntetni a kamatból származó jövedelmeket, így nem kell ott megemlíteni a tőzsdei ügyleteken elért árfolyamnyereséget és a kollektív befektetési formákon elért jövedelmeket sem. De még az egyéb tőkejövedelmeket is csak akkor kell az adóbevallásban feltüntetni, ha azok együttes összege meghaladja az 50. 000 Ft-ot.

Az államnak mindezen túl fontos szerepe van a beruházások ösztönzésében is, valamint egy kiszámítható kamatpolitikai kialakításában

Banki betétek: kamatszint és a betétállomány növekedése összefügg



Az infláció fölötti kamatszint mindenképp a betételhelyezési hajlandóság növekedésével jár együtt. Mivel a magas kamatszint általában bizonytalan gazdasági helyzetet tükröz, ekkor a befektetők a kevésbé kockázatos megtakarítások felé fordulnak.

Végső konklúzió

Kutatásaink alatt sajnos számos területen talákoztunk hibákkal és lemaradásokkal külföldi társainkhoz képest. A befektetői kultúra még nem alkalmazódott a modern gazdaság adta lehetőségeihez. Ezért a következő megállapításokra jutottunk:

Magyarországon mindenképp szükség van a megtakarítások ösztönzésére, ez azonban nehézkes a nyugdíjrendszer és az egészségügyi magánbiztosítás megreformálása nélkül. Szükség van továbbá arra, hogy a befektetési alapok elfoglalhassák méltó helyüket a befektetési lehetőségek palettáján, valamint arra, hogy ha a derivatívok nem is, de a tőzsde és a részvény, mint fogalmak beépüljenek minden ember tudatába, persze ez nem jelenti azt, hogy a részvénybefektetéseknek abszolút előnyt kellene élvezniük, de a befektetési-megtakarítási struktúra mindenképp javítandó. Mindez persze nem jöhet létre az állam aktív szerepvállalása nélkül. Meg kell teremteni a megfelelő jogi környezetet a kedvező befektetési struktúra kialakításához. Aktív beruházás és megtakarítás-ösztönző politikát kell kialakítani, amely kedvez mind a vállalatoknak (pl. állami támogatás tőzsdére vonuláskor) és magánbefektetőknek is.

A befektetési alapok vizsgálatakor sajnos fel kellett ismernünk, hogy a lakosság nem a hozamok, hanem a háttérszervezetek (bankok) nyomására dönt a befektetési alapok mellett. A befektetők, azáltal, hogy befektetési döntéseik meghozatalakor eltekintenek az alapkezelő addigi teljesítményétől (vagy általában hozzá sem jutnak az információkhoz), egyáltalán nem ösztönzik az alapkezelőket a jobb teljesítményre. Tehát egyelőre várunk kell a befektetői kultúra fejlődésére, és reményeink szerint ez majd fellendíti az alapok teljesítményét és ezáltal magát a tőkepiacot is.

A Budapesti Értéktőzsde üzletpolitikáján - nagy örömünkre – látványosan érzékelhetőek a pozitív törekvések, azonban ezek nem vezettek látható eredményre. Hiába alakult meg az Öngondoskodás Alapítvány, ha nem éri el a célcsoportját, hiába működik immár több éve a Tőzsdeképes Cégek Klubja, ha a tagjai nem vezetik be a tőzsdére részvényeiket. És az állam sem lehet elégedett, hiszen nem elég a befektetői oldalon az adók minimalizálása, a tőkeigénnyel fellépő vállalatokat is ösztönözni kell a tőzsdére lépésben.

De összességében mégis úgy véljük, a magyar gazdaság jó irányba halad, hosszútávon ígértesek a kilátások, de a kutatásunk során megvilágított hibák kiküszöbölésével ez a folyamat stabilabb, gyorsabb, látványosabb lenne, és a hazai tőkepiacot a nemzetközi befektetők számára is vonzóbbá tenné.

Irodalomjegyzék

Szeles Nóra: A tőzsdesztori, emberközeli történetek a magyar tőkepiacokról
Alinea Kiadó, Bp, 2004

Befolyik? Kifolyik? Elfolyik? Kornai János Szakmai Hét Kiadványa
Heller Farkas Szakkollégium, 2005

Tőkepiacok liberalizációja. Lámfalussy Szakmai Hét Kiadványa,
Heller Farkas Szakkollégium, 2002

Bánfi Tamás: Pénzügytan I-II, Tanszék Pénzügyi Tanácsadó és Szolgáltató Kft, Bp., 1999

Tőkepiaci Törvény (2002/CXX törvény)

Kapolyi- Kircsi: A készülő Tőkepiaci Kódex várható szabályairól

Holtzer Péter: Racionális-e a befektetői magatartás (Bp., 2004. nov. 25)

Privát Portfólió: 2004. I./III 1 szám

Budapesti Értéktőzsde Rt: Éves Jelentés

Korányi G. Tamás: 140 éves a Budapesti Áru- és Értéktőzsde
Napi Gazdaság Kiadó Kft. 2004/7

Tóth Attila: A tőzsdei kereskedés alapjai

Tóth István János – Árvai Zsófia: Likviditási korlát és fogyasztói türelmetlenség, 2001/2

A fogyasztás a domináns, a lakosság négyötödének nincs pénzügyi befektetése, 2003.07.08
(*elérhető: <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=3&i=31508>*)

Út a tőzsdére: A részvények tőzsdei bevezetésének folyamata és az információ szolgáltatás szabályai

A lakosság többségének nincs megtakarítása, 2003. október 29.
(*elérhető: <http://origo.matav.hu/uzletinegyed/hirek/hazaihirek/20031029alakossag.html>*)

Tőzsde ABC- hasznos tanácsok részvénybefektetőknek

Egyre kevesebb értékpapír a háztartásoknál, 2003. 02.24
(*elérhető: <http://origo.matav.hu/uzletinegyed/befektetes/20030224egyre.html>*)

Jaksity György: Likviditás a Budapesti Értéktőzsdén

2004-től megváltoznak a befektetési szokások? 2003. augusztus 14.
(*elérhető: <http://fn.hu/cikk.php?action=nyomtat&id=3&cid=64687&layout=no&id=3>*)

Alacsony a megtakarítások szintje hazánkban, 2003. 03.04

(elérhető: <http://origo.matav.hu/uzletinegyed/hirek/hazaihirek/20030304alacsony.html>)

Szalay-Berzeviczy Attila: Téveszmék a Budapesti Értéktőzsdéről

Barabás Gyula: Lakossági eladósodási és megtakarítási trendek (Bp., 2004. nov. 25.)

Kormányzati csomag. Élénkebben? 2002. október 30.

(elérhető: <http://www.bankestozsde.hu/online/cikk.html?aid=1000113>)

Legyenek bátrabbak a nyugdíjpénztárak! 2005. 02. 03

(elérhető: <http://www.privatbankar.hu/html/bef/601.php>)

Hamecz István: A pénzügyi megtakarítások makrogazdasági hatásai (Bp., 2004. nov. 25)

Dr. Mohai György –Tóth Attila: A tőkepiac újraszabályozása az Európai Unióban

Burton G. Malkiel: Bolyongás a Wall Streeten

Nemzetközi Bankárképző Központ Rt. Budapest, 1998.

Bodie-Kane-Marcus: Befektetések I-II, Budapest 1996

Brealey-Myers: Modern Vállalati Pénzügyek I-II, Panem, Budapest, 2005

Tőzsdei forgalom, kapitalizáció a régióban: Lengyelország mindent visz? 2005. 01. 19

(elérhető: <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=50023&p=2>)

Ha index, akkor BUX (Regionális körkép), 2005. 01. 18

(elérhető: <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?h=15&k=2&i=49984>)

BorsodChem: Varsói tapasztalatok - Mi a helyzet Kostolany kutyájával? 2004. 11. 08

(elérhető: <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?h=15&k=3&i=47437>)

Részvények a Budapesti Értéktőzsdén

Zöld Újság Rt., Budapest, 2002

További források:

<http://www.privatbankar.hu/>

<http://www.mkb.hu/>

<http://www.gki.hu/>

<http://www.elogondoskodas.hu>

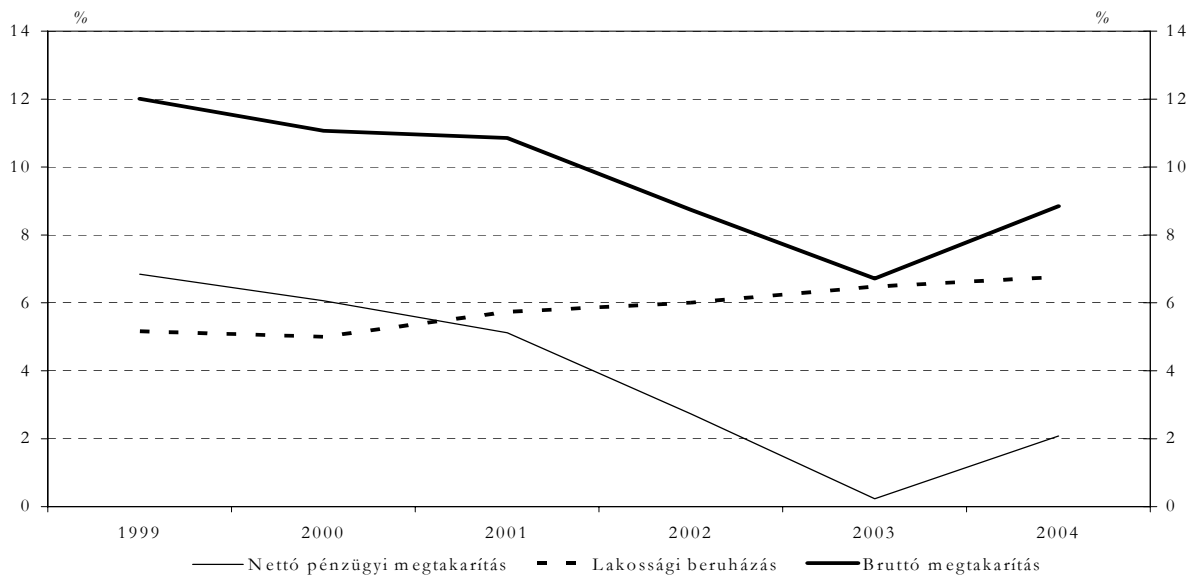
<http://www.mobilitas.org.hu/>

MELLÉKLET

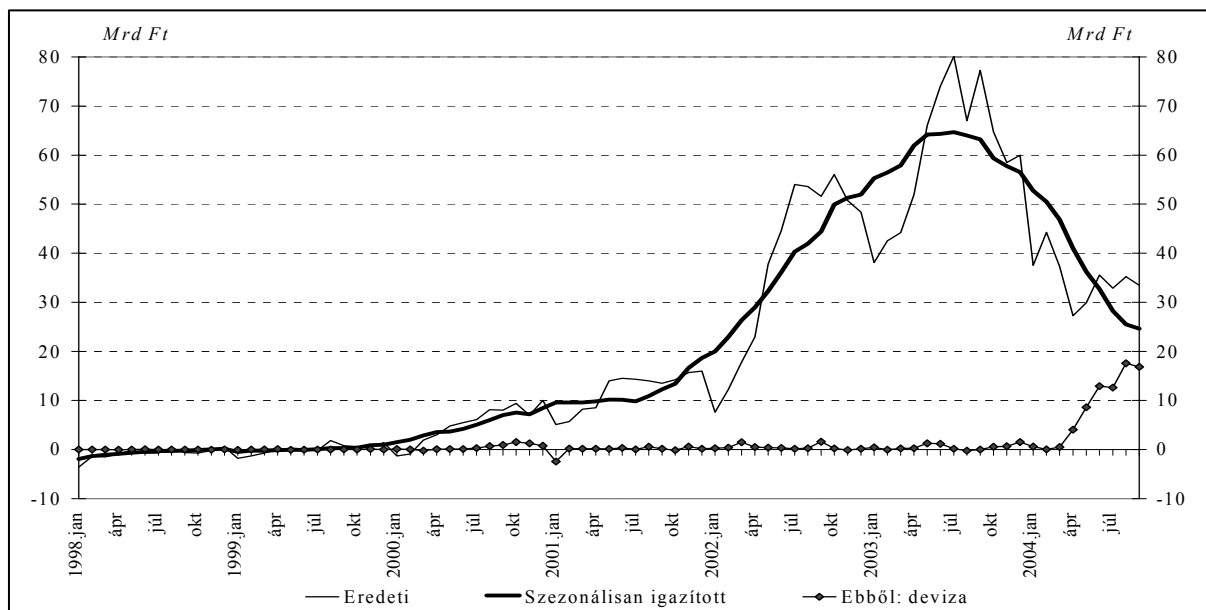
Mikor azt számítgatod, mekkora hozamot vársz befektetésre szánt pénzedből, jó előre dönts el, hogy mit akarsz: jól enni, vagy jól aludni”

(J. Kenfield Morley)

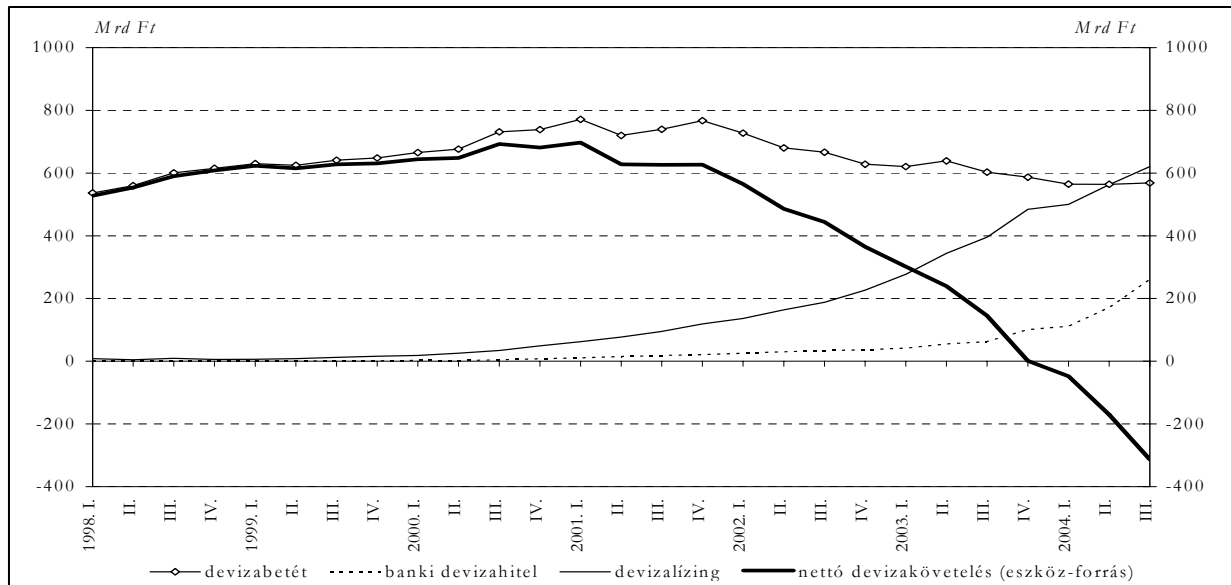
1. Pénzügyi megtakarítás és beruházás: eltérő irányú mozgások?



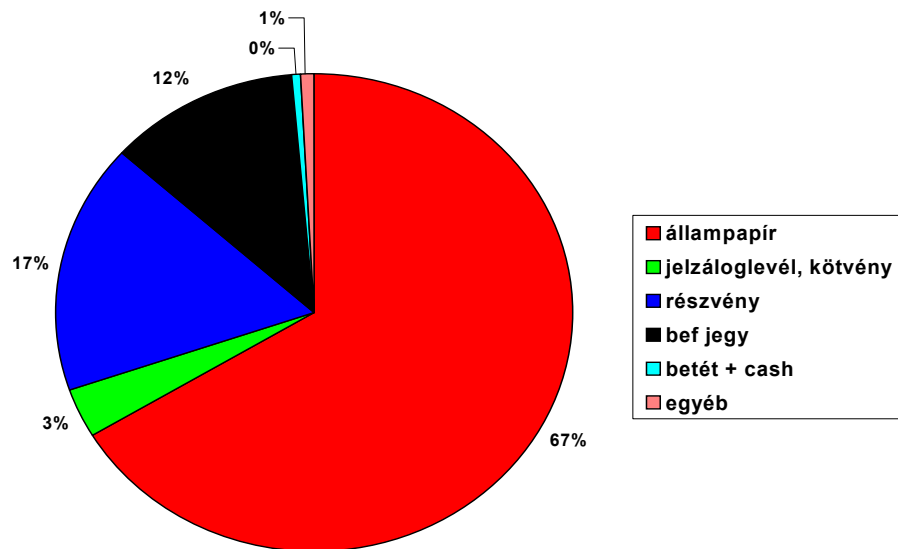
2. A lakástámogatási rendszer változtatásainak hatása jól érzékelhető



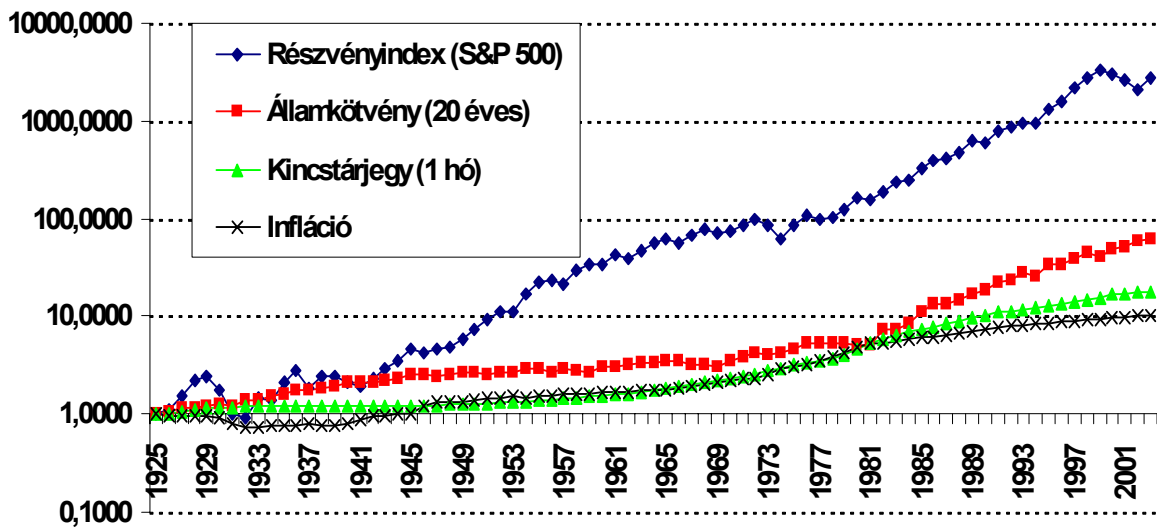
3. Lakosság devizában már nettó adós – a forint gyengülése ezért számukra veszteséget okoz



4. Biztosítótársaságok befektetési szerkezete.



5. A sok, a kevés és a semmi



A folyó fizetési mérleg egyenleg kis nyitott gazdaságokban
1998-2002 átlagában

